

4 SETOR EXTERNO

BALANÇA COMERCIAL

O *superávit comercial*, em maio, ficou em US\$ 2,5 bilhões, resultado bem superior aos US\$ 0,4 bilhão observados no mesmo mês do ano passado. No acumulado do ano, alcançou US\$ 8 bilhões, contra US\$ 1,9 bilhão no mesmo período do ano passado. Ao contrário de boa parte do ano passado, quando o aumento do superávit comercial deveu-se à redução das importações e à quase estabilidade das exportações, agora ambos estão crescendo, com as exportações a um ritmo bem maior.

As *exportações*, em maio, atingiram US\$ 6,4 bilhões, crescendo 43% contra igual mês do ano passado. Esse valor representou um recorde histórico pois, mesmo em termos dessazonalizados, a elevação foi de 16% contra o mês anterior. Os principais responsáveis pelo aumento das exportações em maio foram soja em grãos, papel e celulose, metalúrgicos, carnes, minérios, têxteis e café. Apesar de quase todos os básicos e semimanufaturados estarem tendo desempenho muito bom, destaca-se o comportamento dos embarques de soja em grão, com aumento de 175% na média diária com relação a maio de 2002, e de papel e celulose, com aumento de 104% na mesma base de comparação.

No acumulado do ano, as exportações alcançaram US\$ 27,1 bilhões, o que significa um acréscimo de 29,3% contra o ano anterior, com destaque para os básicos, que aumentaram 49% e para os semimanufaturados, com acréscimo de 42%.

GRÁFICO 4.1

Exportações e Importações — Série Dessazonalizada

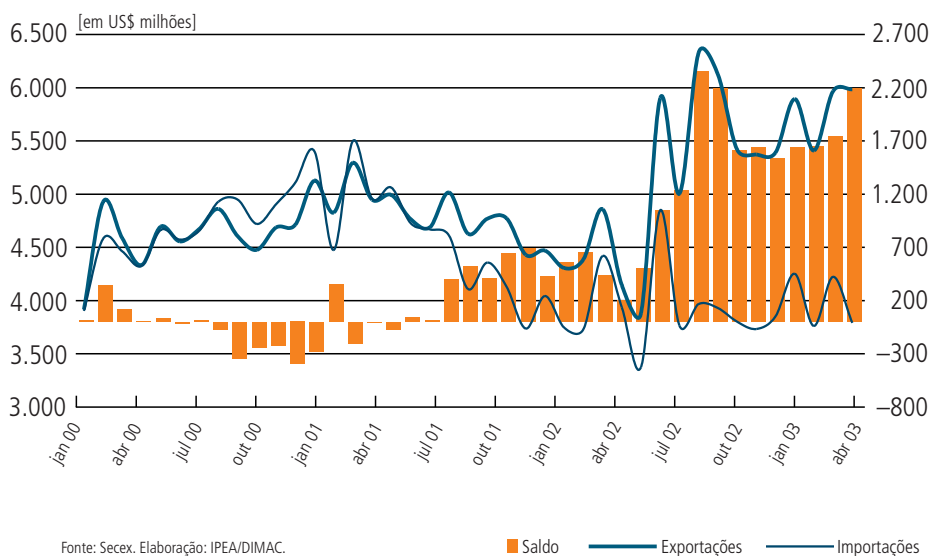
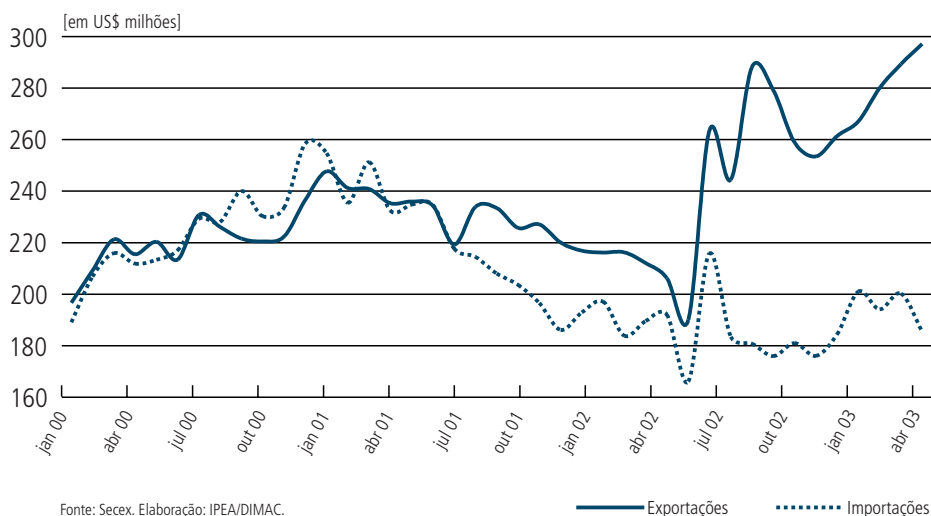


GRÁFICO 4.2

Exportações e Importações — Série Dessazonalizada - Média Diária



Os índices de preço e *quantum* até março apresentam comportamento heterogêneo com relação às categorias de produto. Enquanto nos básicos o aumento do valor é explicado tanto por uma elevação de preços — mais 5,1% — quanto de quantidades — mais 10,4% —, entre os semimanufaturados todo o aumento é dado pelos preços, que cresceram 7,3%, já que as quantidades caíram 14,5% e, para os manufaturados, os preços aumentaram 5,4%, enquanto o *quantum* sofria queda de 11,9%. Isso significa que boa parte do aumento recente das exportações deve-se a uma conjuntura favorável para os preços e independe do comportamento da taxa de câmbio.

Como mostra o Gráfico 4.3, o movimento de elevação dos preços de exportação dos produtos básicos já era antecipado pelos índices de preços de produtos básicos (geral) e de metais, graças ao peso desses produtos nas exportações brasileiras, o que indica que esse aumento deverá continuar, ao menos nos próximos meses.

GRÁFICO 4.3

Índices de Preço das Exportações Brasileiras (Básicos) e de *Commodities*



Na decomposição por países de destino das nossas exportações merece destaque a recuperação das vendas para a Argentina, que cresceram 85% de janeiro a maio deste ano, contra igual período do ano anterior, e para a Ásia, com crescimento de 74%, e Europa Oriental, com 37%. Também chama a atenção as exportações para a União Européia (UE) que, a despeito de baixíssimo crescimento da demanda doméstica este ano, aumentou as compras originárias do Brasil em 29% no acumulado do ano. Esses números revelam que o aumento das exportações brasileiras está sendo obtido graças a uma forte elevação do *market share*.

As importações, em maio, foram de US\$ 3,9 bilhões, o que significa uma queda de 4,9% contra o mesmo mês do ano anterior e, no acumulado do ano, atingiram US\$ 19,1 bilhões, ou seja, uma virtual estabilidade contra o mesmo período do ano anterior. Na margem, as importações voltaram a cair, o que pode ser visto pela comparação entre maio e abril, pelo critério das médias diárias dessazonalizadas, que indica queda de 7,5%.

A decomposição por categoria de uso revela que o aumento das importações no acumulado do ano até maio deve-se exclusivamente ao crescimento de matérias-primas, com mais 6,9%, e combustíveis, com mais 15,4%. Bens de consumo duráveis tiveram queda de 1,8%, ao passo que bens de capital e bens de consumo não-duráveis caem cerca de 15% no período.

Os dados até março revelam que o crescimento deve-se ao aumento de preços (2,9%), mas sobretudo de quantidade, com elevação de 6,2%. Entretanto, ao mesmo tempo em que o aumento das importações de matérias-primas é devido basicamente ao *quantum*, com preços estáveis, o de combustíveis é provocado pelo aumento dos preços (25%), observando-se queda de 22% no *quantum* importado.

As projeções do IPEA apontam, em 2003, para exportações da ordem de US\$ 66,2 bilhões e importações de US\$ 49 bilhões, o que representa um superávit de US\$ 17,2 bilhões. Esse resultado é compatível com uma taxa média de câmbio no ano de R\$ 3,24/US\$. O movimento de valorização do real ante o dólar tem causado receio de que o saldo comercial possa ser negativamente afetado de maneira intensa. Contudo, é preciso observar que o relevante para as exportações e importações é a taxa real de câmbio ponderada pelo

GRÁFICO 4.4

Taxa de Câmbio Efetiva Real — Exportações de Manufaturados

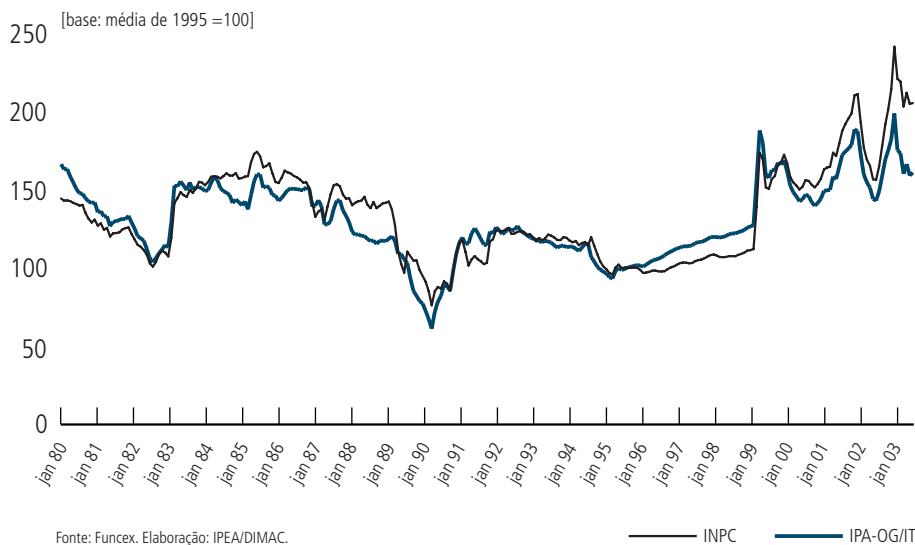


TABELA 4.1

Balança Comercial Brasileira — Maio 2003

[em US\$ milhões]

Discriminação	Mai. 2003	Jan.-Mai. 2003	Variação Percentual		Mai. 2002	Jan.-Mai. 2002
			Mai.03/ Mai.02	Jan.-Mai.03/ Jan.-Mai.02		
Exportações	6.372	27.128	56,2	28,7	4.079	21.080
Básicos	2.025	7.787	107,3	44,5	977	5.388
Industrializados	4.246	18.766	41,4	23,2	3.003	15.227
Semimanufaturados	914	4.087	78,5	47,3	512	2.774
Manufaturados	3.332	14.679	33,8	17,9	2.491	12.453
Transações Especiais	101	575	2,0	23,7	99	465
Importações	3.865	19.083	-4,0	0,2	4.026	19.050
Mat.-Primas e Prod. Intermed.	2.159	10.029	-3,7	-8,9	2.243	11.012
Combustíveis e Lubrificantes	442	2.788	-28,9	18,6	622	2.350
Bens de Capital	814	4.130	6,1	11,1	767	3.717
Bens de Consumo	443	2.090	12,4	5,9	394	1.974
Não-Duráveis	247	1.113	-6,4	-23,2	264	1.450
Duráveis	196	977	50,8	86,5	130	524
Saldo Comercial	2.507	8.045	4.630,2	296,3	53	2.030

Fonte: Secex. Elaboração: IPEA/DIMAC.

Nota: A partir de 1999, a Secex alterou a forma de contabilização das importações. Essas deixam de ser contabilizadas por registro, passando a ser contabilizadas por desembaraço aduaneiro como já ocorria nos casos das exportações.

comércio. Como o dólar está se desvalorizando ante o euro nos últimos meses, a valorização da taxa efetiva real do Brasil é menor do que em relação ao dólar. Assim, de outubro (quando atingiu o máximo) até abril a valorização da taxa efetiva real (medida pelo INPC) foi de 15%, menor do que a valorização enfrentada pela taxa real/dólar de 25% entre setembro (mês em que atingiu o máximo) e abril.

BALANÇO DE PAGAMENTOS

O saldo de transações correntes, em abril, foi de -US\$ 1 bilhão, bem maior do que o resultado do mês anterior, de US\$ 0,1 bilhão. Contudo, essa aparente derrapagem é o resultado de uma concentração sazonal de pagamentos de juros da dívida externa nesse mês (o que

GRÁFICO 4.5

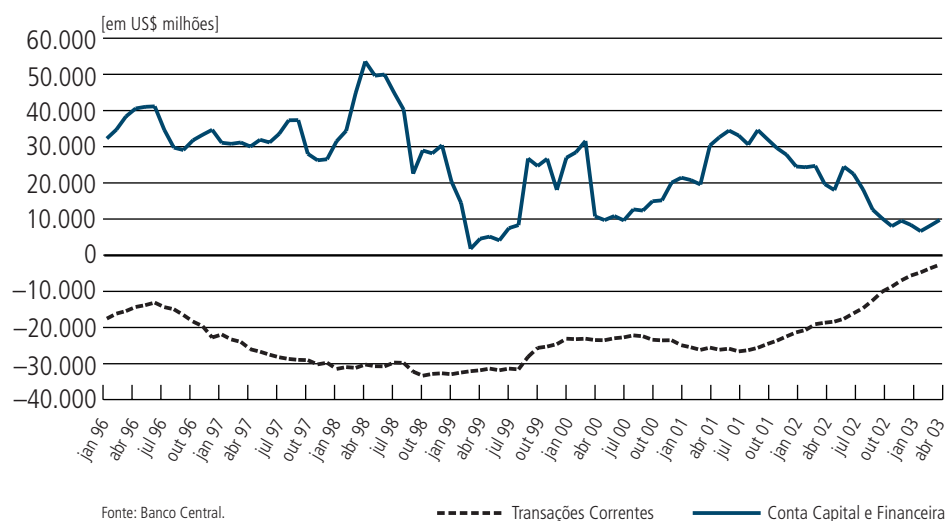
Saldo em Conta Corrente e Conta Capital e Financeira — Acumulado em 12 Meses

GRÁFICO 4.6

Evolução dos Termos de Troca



Fonte: Funcex. Elaboração: IPEA/DIMAC.

TABELA 4.2

Balanzo de Pagamentos

[em US\$ milhões]

Discriminação	2002		2003
	Jan.-Abr.	Total	Jan.-Abr.
Balanza Comercial (FOB)	1.523	13.143	5.477
Exportações	16.532	60.362	20.756
Importações	15.009	47.219	15.279
Serviços e Rendas	-7.352	-23.229	-7.182
Transferências Unilaterais Correntes (Líquido)	614	2.390	821
Transações Correntes	-5.235	-7.696	-884
Conta Capital e Financeira	2.741	8.811	2.898
Conta Capital ^a	105	433	130
Conta Financeira	2.636	8.378	2.769
Investimento Direto (Líquido)	5.920	14.084	2.115
No Exterior	-739	-2.482	-659
No País	6.659	16.566	2.773
Investimentos em Carteira	3.649	-5.119	1.257
Derivativos	-320	-356	-26
Outros Investimentos ^b	-6.613	-231	-578
Erros e Omissões	-387	-813	815
Resultado Global do Balanço	-2.882	302	2.829

Fonte: Banco Central.

^a Inclui transferências de patrimônio.

^b Exclui variação de ativos de bancos e operações de regularização. Registra créditos comerciais, empréstimos, moeda e depósitos, outros ativos e passivos e operações de regularização.

também costuma ocorrer em outubro). Se ajustarmos o saldo corrente pela média de pagamentos de juros dos últimos 12 meses, o resultado ficaria em -US\$ 0,3 bilhão, ainda assim, um pouco pior do que a média observada nos últimos meses. No acumulado do ano, o saldo corrente foi de -US\$ 0,9 bilhão, ainda bem menor do que os -US\$ 5,2 bilhões observados no mesmo período de 2002, sobretudo em razão do maior superávit comercial, como já analisado. Dessa forma, como proporção do PIB, o resultado passa de -3,6% no acumulado do ano em 2002 para -0,6% em idêntico período de 2003. Em 2003, o déficit em conta corrente deverá se situar em US\$ 3,2 bilhões.

GRÁFICO 4.7

Serviços Não-Fatores — Séries Dessazonalizadas

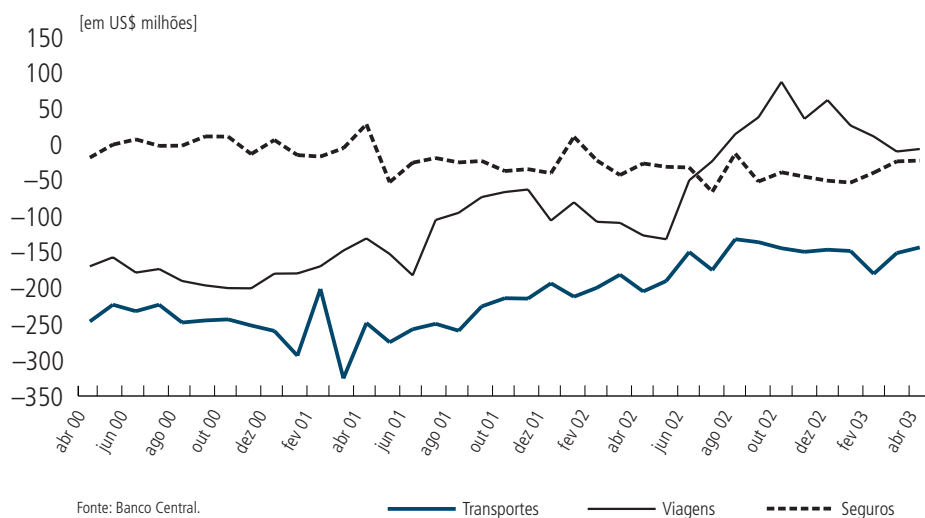
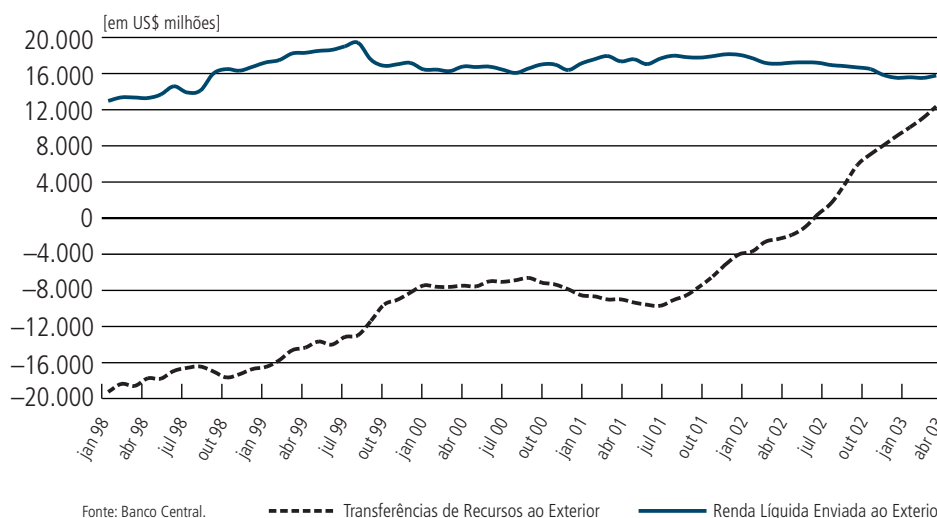


GRÁFICO 4.8

Transferências de Recursos ao Exterior e Renda Líquida Enviada ao Exterior — Acumulado em 12 Meses



Os gastos líquidos com *serviços* em abril ficaram em –US\$ 481 milhões, um pouco menor do que os –US\$ 525 milhões obtidos no ano passado e, no acumulado do ano, foram de –US\$ 1,3 bilhão, contra –US\$ 1,6 bilhão verificados no mesmo período do ano passado. A valorização do real verificada nos últimos meses, entretanto, já foi suficiente para começar a reduzir o saldo da conta de viagens, que passou a ser positivo em setembro do ano passado.

A conta de *rendas* registrou um déficit de US\$ 2,4 bilhões no acumulado do ano, um pouco acima do resultado de 2002, quando ficou em US\$ 2,2 bilhões. Esse resultado é consequência do aumento verificado na conta de lucros e dividendos, que passou de –US\$ 1,1 bilhão nos primeiros quatro meses de 2002 para –US\$ 1,6 bilhão no mesmo período desse ano. Apesar de o ingresso de investimentos diretos externos estar se reduzindo nos últimos anos, obviamente seu estoque continua a crescer, o que explica a tendência ao aumento dessa conta, como se nota pelo Gráfico 4.7.

A correta compreensão da dimensão do ajuste externo ainda em curso na economia brasileira deve considerar que a contrapartida do aumento do superávit comercial e da conta de serviços é a diminuição da poupança externa. Na verdade, expressa pela *transferência de recursos ao exterior*, como se observa no Gráfico 4.8, passa a ser positiva em meados de 2002, significando uma despoupança externa cada vez maior. Dessa forma, o ajuste externo, à medida que reduz a poupança total, reduz a capacidade de investimento da economia.

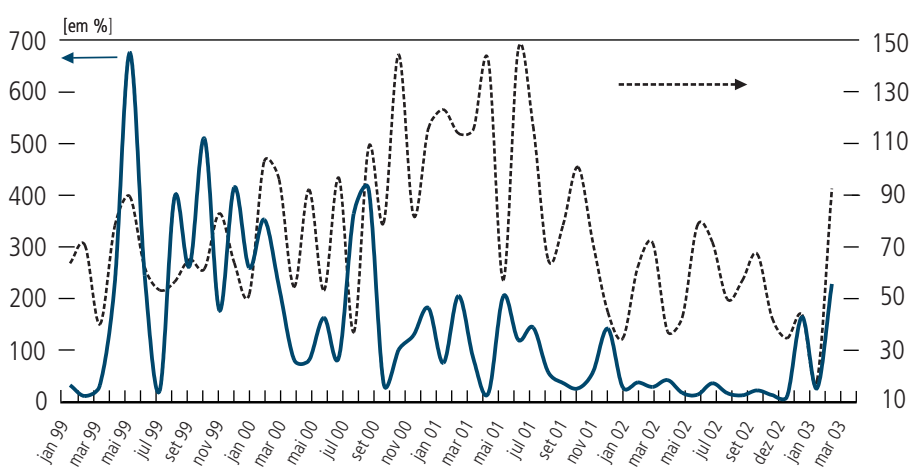
Do lado do financiamento, se os *investimentos diretos* continuam custando a retomar o ritmo observado no ano passado, os *financiamentos de médio e longo prazos* começam a regressar, substituindo as operações de curto prazo. Isso evidencia que, junto com a redução do risco Brasil, que permitirá a contratação de empréstimos e financiamentos a custos cada vez menores, o prazo das operações de empréstimos e financiamentos está aumentando. De fato, a leitura dos jornais mostra que, enquanto nos dois primeiros meses do ano a grande maioria dessas operações tinha vencimento inferior a 12 meses (curto prazo), agora é cada vez mais comum serem noticiadas operações com prazos superiores a um ano e algumas de alguns anos.

Entretanto, não se espera retomada dos investimentos diretos externos. Até abril, ingressaram liquidamente no país US\$ 2,1 bilhões de IDE, contra US\$ 5,9 bilhões no mesmo período do ano passado. Isso resulta, basicamente, de investimentos estrangeiros no país de US\$ 2,8 bilhões no ano, ante US\$ 6,7 bilhões no mesmo período de 2002. O modelo trimestral do IPEA considera ingressos líquidos de IDE de US\$ 11,9 bilhões em 2003. Contudo, a projeção simples dos números até abril indica um total de apenas cerca de US\$ 6,3 bilhões. Esse número é muito pequeno devido ao valor muito abaixo da média registrado em março, provavelmente influenciado pela guerra do Iraque. Se tirarmos a média apenas de janeiro, fevereiro e abril, poderíamos imaginar um valor para o ano de cerca de US\$ 10 bilhões. Isso revela que o número de US\$ 11,9 bilhões talvez seja otimista.

O ingresso de *investimentos estrangeiros em carteira* também continua sofrendo forte queda desde meados do ano passado. O ingresso líquido de ações foi de apenas US\$ 0,4 bilhão no acumulado até abril, contra US\$ 2,2 bilhões no mesmo período do ano passado. A captação de títulos de renda fixa caiu também, passando de US\$ 1,6 bilhão para US\$ 0,9

GRÁFICO 4.9

Rolagem da Dívida Externa — por Componentes



Fonte: Banco Central. Elaboração: IPEA. — Notes e Commercial Papers — Crédito Comercial e Empréstimos

bilhão nos mesmos períodos. Entretanto, esse número esconde uma forte alteração da sua composição. A captação de bônus, normalmente colocados pela República, despencou de US\$ 3,7 bilhões no acumulado até abril em 2002 para –US\$ 1,2 bilhão no mesmo período de 2003, ao passo que as operações de curto prazo aumentaram de –US\$ 0,4 bilhão para US\$ 2,2 bilhões, respectivamente.

Por outro lado, os percentuais de *rolagem* das operações de médio e longo prazos aumentaram substancialmente em abril. No caso das *notes e commercial papers*, passou de 20% em março para 223% em abril, graças não só ao aumento dos desembolsos, como também à redução das amortizações. Já a rolagem das operações de empréstimos e financiamentos passou de 17% em março para 92% em abril.

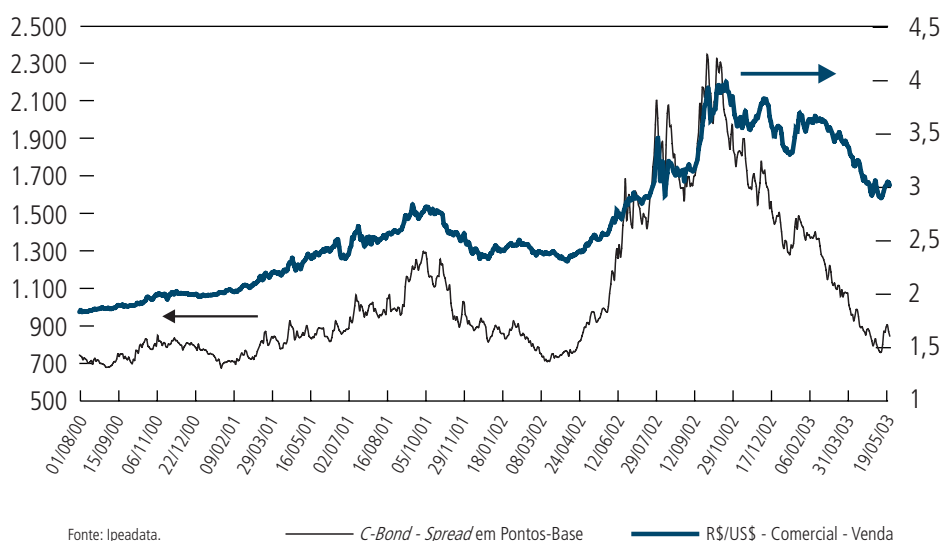
A redução gradativa dos capitais de curto prazo e sua substituição por fluxos de médio e longo prazos pode também ser vista na diminuição das *posições* vendidas dos bancos comerciais, que passaram de US\$ 4,6 bilhões em março para US\$ 2,8 bilhões em abril, como resultado da diminuição da remuneração das operações de arbitragem. O cupom cambial para dois períodos à frente caiu de mais de 8% a.a. entre fevereiro e março para menos de 3% a.a. em abril.

As *reservas* internacionais caíram, em abril, na comparação com março, passando de US\$ 42,3 bilhões para US\$ 41,5 bilhões. Entretanto, no final de maio já haviam voltado para cerca de US\$ 43,4 bilhões. Até abril, as reservas líquidas ajustadas, que excluem os empréstimos do FMI, haviam caído para US\$ 15,9 bilhões, contra US\$ 17,1 bilhões no mês anterior, em razão basicamente de pagamentos de juros sobre bônus soberanos. No entanto, no conceito relevante, que é o que exclui outros valores previstos no Memorando Técnico de Entendimentos, atingiram apenas US\$ 13 bilhões no final de abril. Note-se também que, em abril, o Banco Central não realizou intervenções no mercado de câmbio, ao contrário, recomprando US\$ 0,1 bilhão.

O risco Brasil teve um comportamento até certo ponto surpreendente, voltando, em maio, aos níveis prevalecentes no início de 2002, antes de terem início os fatores internos e externos que desencadearam a desvalorização cambial ocorrida no ano passado. Em face da forte correlação existente entre o câmbio e o risco país, por que razão o câmbio também não voltou aos níveis daquele período, estando hoje muito mais desvalorizado em termos nominais? Ocorre que, até o início do quarto trimestre de 2002, a inflação era relativamente baixa, não afetando significativamente essa relação. Entretanto, a inflação, medida pelo IPCA, acumulada entre janeiro de 2002 e maio de 2003, admitindo uma taxa de 0,8% em maio, é de cerca de 19%. Se calcularmos a taxa de câmbio de janeiro de 2002 a preços de maio de 2003, chegaremos a R\$ 2,83, que é relativamente próximo à taxa média observada nas quatro primeiras semanas desse mês, quando atingiu R\$ 2,948.

No final de maio, o Banco Central introduziu nova regra de rolagem da dívida externa vinculada ao câmbio (títulos e *swaps* cambiais), pela qual ele não mais se compromete em rolar um percentual fixo — até então 100% — do principal a cada vencimento. Essa mudança provocou imediatamente uma desvalorização do câmbio. Apesar de o objetivo do Banco Central não ser diretamente determinar a taxa de câmbio e sim reduzir o tamanho da dívida atrelada ao dólar, essa mudança de regra não deixa de estar relacionada ao debate recente sobre a existência ou não de um piso ideal para a taxa de câmbio. A recente valorização do real provocou um debate sobre se esse movimento não poria em risco o ajuste externo da economia brasileira, voltando a aumentar a “vulnerabilidade externa”. É sempre

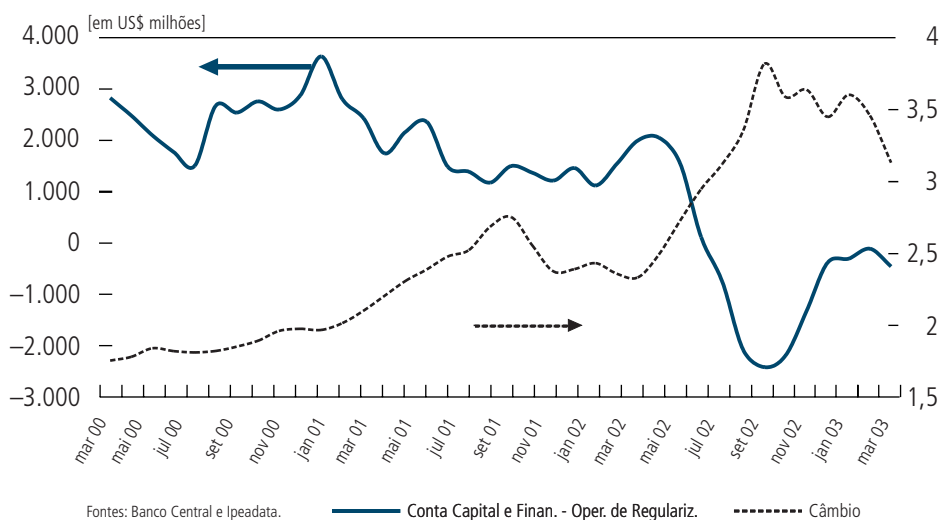
GRÁFICO 4.10

Taxa de Câmbio e Risco Brasil

bom lembrar que o Banco Central não fixa nunca a taxa real de câmbio, que é o principal fator determinante do saldo comercial. Além disso, em um regime de câmbio flutuante, espera-se que o governo não queira determinar nem mesmo o câmbio nominal e não tenha medo de flutuar.

De toda forma, dificilmente uma valorização, ao menos nos níveis esperados, terá efeitos significativos sobre as exportações e as importações. O modelo trimestral do IPEA mostra que, para uma taxa de câmbio de R\$ 3,05/US\$, R\$ 3,14/US\$ e R\$ 3,28/US\$, respectivamente, nos segundo, terceiro e quarto trimestres de 2003 (o que equivale aproximadamente a manter o câmbio real), o superávit comercial ficaria em US\$ 17,1 bilhões, ainda bem acima do observado em 2002. Além disso, o superávit comercial acumulado em abril e maio ficou em US\$ 4,2 bilhões, quando o resultado do modelo para o total do segundo trimestre é de US\$ 4,9 bilhões. Dessa forma, não parece haver razão, no momen-

GRÁFICO 4.11

Conta Capital e Financeira Excluídas as Operações de Regularização — (Média Móvel Trimestral) e Câmbio (R\$/US\$)

to, para preocupações com redução do ajuste externo em decorrência da valorização cambial ocorrida, ainda que ela persista mais um pouco.

ECONOMIA INTERNACIONAL

Estados Unidos

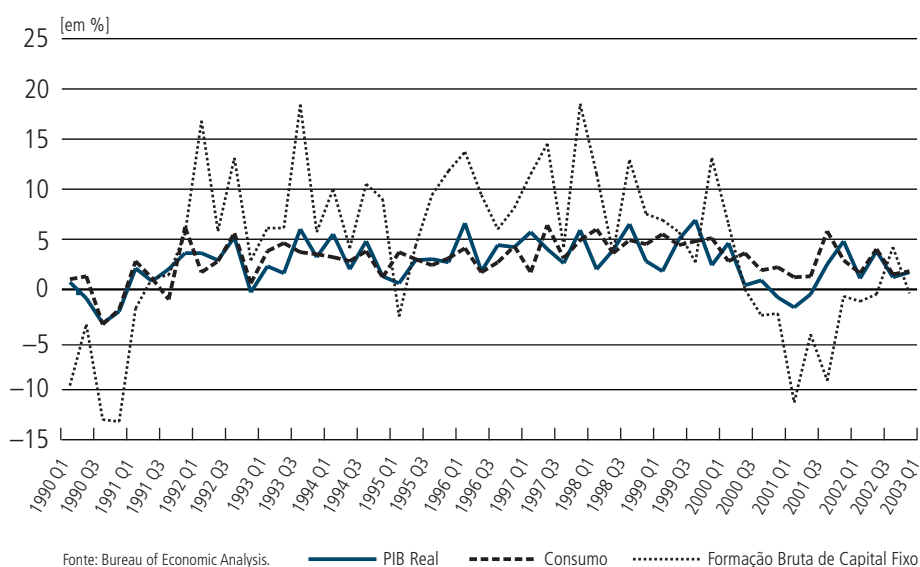
No primeiro trimestre do ano, o PIB cresceu apenas 1,9% (dessazonalizado e anualizado). O crescimento da economia norte-americana continua fortemente dependente do comportamento do consumo das famílias. Entre o quarto trimestre de 2000 e o terceiro trimestre de 2002, a contribuição da formação bruta de capital fixo foi negativa e no quarto de 2002 e primeiro de 2003 foi positiva, porém bastante reduzida. A contribuição das exportações líquidas e dos gastos públicos, por sua vez, é muito menor do que a dos investimentos e do consumo.

O que explica o crescimento do consumo nos últimos anos, apesar da redução do nível geral de atividade? No período de elevação dos preços das ações, que se encerrou em 2000, o aumento da riqueza das famílias viabilizou altas taxas de expansão do consumo. Com o estouro da bolha, dois fatores permitiram a continuidade do crescimento do consumo, ainda que a taxas menores mas nunca abaixo de 1,4% (contra o trimestre anterior, dessazonalizada e anualizada). Primeiro, a redução das taxas de juros contribuiu para o aumento do endividamento. Segundo, e acoplado a esse fator, a sustentação do movimento de alta nos preços dos imóveis tornou possível a elevação e o refinanciamento das hipotecas imobiliárias, disponibilizando recursos novos para o consumo. A contrapartida é o aumento do endividamento das famílias, que não pode continuar para sempre.

Ao longo de 2002, os financiamentos de automóveis a juros zero e a redução de impostos também representaram importantes fatores para o aumento do consumo. Por outro lado, a guerra do Iraque contribuiu fortemente para a redução da confiança dos consumidores, cujos índices atingiram mínimos históricos, com repercussão sobre o nível de atividade. Portanto, a rápida resolução do conflito no Oriente está tendo impacto positivo sobre as expectativas. O índice de expectativas do consumidor da Universidade de Michigan

GRÁFICO 4.12

Estados Unidos — Variação do PIB e Contribuições ao Crescimento



passou de 77,6 em março para 92,1 em maio, ao passo que o índice de confiança do consumidor do Conference Board passou de 61,4 para 83,8. Mas, ao mesmo tempo, os dois primeiros fatores deverão reduzir seu fôlego expansionista.

A recente retomada do movimento de alta nas principais bolsas, a se manter, poderá também contribuir para a expansão do consumo. No momento, os resultados pelo lado da produção ainda não são claros. O importante índice Purchasing Managers Index (PMI), do Institute of Supply Management (ISM), para a indústria, prosseguiu, em abril, no quarto mês consecutivo de queda, situando-se abaixo de 50, o que é sugestivo de recessão. Já o índice de produção do ISM para os demais setores, após uma expressiva queda em março, recuperou-se em abril, voltando para a faixa compatível com crescimento. Em compensação, as vendas de varejo e alimentação, que haviam subido 2,3% em março, caíram 0,1% em abril. Mais grave, excluindo as vendas de automóveis e suas partes, a queda foi de 0,9% em abril, contra aumento de 1,5% no mês anterior. A produção industrial caiu em abril pelo segundo mês consecutivo, ao passo que a taxa de desemprego voltou a subir para 6%. O número de residências iniciadas em abril ficou 6,8% abaixo do dado de março.

Esses indicadores parecem dizer que o consumo poderá se recuperar, mas ainda demorará algum tempo. Assim, as previsões de que o crescimento no segundo trimestre prosseguirá em ritmo semelhante ao do primeiro, feitas pela maioria dos analistas, parecem estar se confirmando. Contudo, para se atingir um crescimento do PIB entre 2% e 2,5% no acumulado do ano, apontado por quase todas as previsões, seria necessário uma recuperação bastante significativa, da ordem de 3,5% a 4% nos dois últimos trimestres do ano, o que pode ser um pouco difícil de ser obtido. A desvalorização do dólar, tanto diante do euro quanto das moedas dos principais parceiros, deverá ter um impacto positivo sobre as exportações líquidas. Entretanto, em face das defasagens existentes e do grau de abertura da economia dos Estados Unidos, esse efeito só será sentido mais intensamente em 2004 e, mesmo assim, de forma não muito acentuada. De acordo com o modelo macroeconômico utilizado pelo Federal Reserve System, uma desvalorização de 10% do dólar provoca uma elevação no PIB de 0,4% no primeiro ano e de 1,6% no segundo.¹ Até o momento, não se percebem os efeitos da desvalorização cambial, pois o déficit comercial em março continuou aumentando, voltando a bater recordes históricos no acumulado em 12 meses.

Outro dado a contribuir negativamente para as expectativas de crescimento da economia norte-americana é a possibilidade de deflação. Em abril, os preços ao consumidor caíram 0,3%, ao mesmo tempo em que os preços ao produtor apresentaram queda de 1,8%. Se não é a primeira vez, nos últimos meses, que os preços ao produtor caem, é a primeira, desde dezembro de 2001, justamente quando a economia dos Estados Unidos saía de dois trimestres com crescimento negativo, que os preços ao consumidor caem. Além disso, é a maior queda já experimentada pelos preços ao produtor. O próprio Banco Central Americano (FED) vem expressando sua preocupação com a perspectiva de se instalar uma deflação de preços. Isso porque a deflação tende a deprimir ainda mais o consumo, já que o consumidor tende a aguardar uma queda maior dos preços para ir ao mercado, ao mesmo tempo em que as dívidas aumentam em termos reais. As chances de uma deflação se instalar na economia norte-americana são relativamente pequenas. O FED tem como impedir isso, seja através de imposição de tetos às taxas de juros longas, seja por meio de emissão primária

1. Ver Reifschneider, D., Tetlow, R. e Williams, J. Aggregate Disturbances, Monetary Policy and the Macroeconomy: The FRB/US Perspective. *Federal Reserve Bulletin*, January 1999.

ria de moeda.² Contudo, essa possibilidade não pode ser inteiramente descartada, ao menos temporariamente, como reconheceu o presidente do FED, em depoimento ao Congresso, no final de maio.

Nesse cenário, ganha importância a tendência à desvalorização do dólar diante do euro e das moedas dos seus principais parceiros. A taxa efetiva real de câmbio ante as principais moedas acumula desvalorização de cerca de 6% em 2003 e de aproximadamente 11% em 12 meses. Além de estimular a demanda agregada via elevação das exportações líquidas, como assinalado, deve contribuir para um aumento dos preços o que, nesse momento, pode ser desejável.

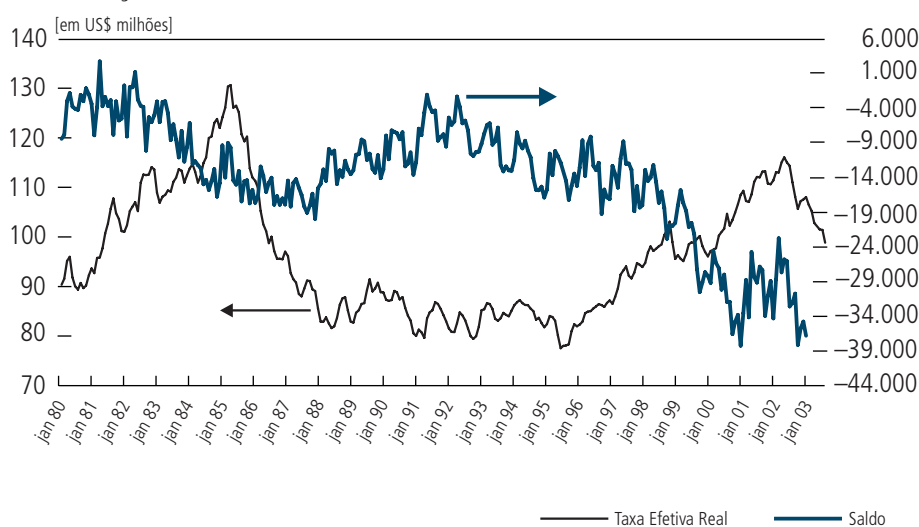
Quais os limites à ação das autoridades econômicas para estimular a combalida economia dos Estados Unidos? A taxa dos FED Funds já caiu cerca de 350 pontos nos últimos 24 meses, estando atualmente em 1,25%, e é esperado um novo corte de 50 pontos em junho. Entretanto, é difícil imaginar quão forte pode ser o efeito positivo de cortes em taxas de juros já tão baixas e já se fala em medidas não-convencionais de política monetária que forcem uma queda maior das taxas longas, que não caíram tanto.

O Governo Bush vem buscando cortar impostos e elevar os gastos de forma a aumentar o estímulo fiscal. O déficit projetado para este ano fiscal pelo Escritório de Orçamento do Congresso é de 2,3% do PIB, bem acima do de 1,5% do ano passado. Esse déficit deverá ser ainda maior, após a aprovação do atual pacote de corte de impostos e aumento de gastos aprovado pelo Senado, que deverá atingir 3,5% do PIB nos próximos dez anos. Ainda assim, o pacote aprovado foi cerca de 50% inferior ao proposto pelo governo. O estímulo adicional no segundo semestre já deverá ser sentido, o que permite prever alguma recuperação da atividade.

Em 2003, o PIB deverá crescer 2,6%, de acordo com o projeto LINK, e 3,9% em 2004. Entretanto, esses números devem ser revistos para baixo, pois ainda não incorporavam os resultados decepcionantes do primeiro trimestre, de 1,9% (dessazonalizado e anualizado).

GRÁFICO 4.13

Estados Unidos: Taxa Efetiva Real de Câmbio e Saldo Comercial —
A Preços de 1995



2. Bernanke, B. *Deflation: Making Sure it Doesn't Happen Here*. Remarks before the National Economists Club, November, 2002.

União Européia

Os países da Zona do Euro continuam tendo um desempenho frustrante, em termos do nível de atividade. Os dados preliminares indicam um crescimento nulo no primeiro trimestre do ano com relação ao trimestre anterior, o mesmo ocorrendo com o total dos países da UE. Em 2002, o PIB desses países recuperou-se levemente, após a forte desaceleração observada em 2001, graças ao comportamento do consumo privado, estimulado pelo crescimento da renda dos assalariados, e do governo. No entanto, a continuidade da retração dos investimentos provocou uma desaceleração nos dois últimos trimestres, aliada à redução do superávit em conta corrente em razão da apreciação do euro diante do dólar no quarto trimestre de 2002. Há poucos dados para o período mais recente, mas é sugestivo que tanto o índice de sentimento econômico quanto o indicador de confiança dos consumidores tenham melhorado em abril, com relação a março, provavelmente influenciados pelo fim da guerra do Iraque. Por outro lado, o índice PMI voltou a cair em abril, após declinar em março, situando-se abaixo do nível de 50, que indica decréscimo da produção industrial.

O Pacto de Estabilidade e Crescimento impõe restrições fiscais rígidas aos países europeus, ao passo que a busca por uma inflação abaixo de 2% vem impedindo o Banco Central Europeu (BCE) de adotar uma política monetária mais frouxa. Esses dois fatores vêm contribuindo para que as taxas de crescimento do PIB venham sendo tão baixas nos últimos trimestres. A “novidade” é a valorização do euro, em especial a partir de novembro, aumentando as perspectivas de redução do superávit em conta corrente, com impactos negativos sobre o PIB. Como não se prevêem, ao menos a curto prazo, modificações da política fiscal dos países da Zona do Euro, ainda mais que alguns se encontram acima das metas previstas de déficit fiscal, a responsabilidade pela retomada do crescimento recai sobre o BCE.

As expectativas de inflação foram reduzidas em razão da queda dos preços de energia, devido ao fim da guerra do Iraque e à valorização do euro diante das principais moedas. Pesquisa privada da Survey of Professional Forecasters (SPF) mostra aumento dos preços ao consumidor de 2% em 2003 e 1,7% em 2004. Além disso, na sua última reunião, em maio, o BCE anunciou que as taxas de inflação devem permanecer abaixo de 2% a.a., mas próximas, o que representa uma mudança da política recente, que buscava taxas bem abaixo de 2%. Isso tudo leva a crer que as taxas de juros deverão cair na próxima reunião, em junho. Entretanto, a Alemanha, maior economia da região, teve deflação nos preços ao consumidor pelo segundo mês consecutivo em maio.

A maior liberdade de condução das políticas monetária e fiscal, aparentemente, tem permitido maior crescimento do Reino Unido. No primeiro trimestre de 2003, cresceu 2,3% contra o mesmo período do ano anterior (e 0,2% contra o trimestre anterior), muito à frente das taxas observadas nos demais países da UE, à exceção da Grécia. Esse crescimento, desde o terceiro trimestre de 2002, vem sendo impulsionado basicamente pelo consumo das famílias e pelos gastos públicos, uma vez que os demais componentes do PIB têm apresentado crescimento nulo ou negativo. As vendas a varejo continuam aumentando a mais de 4% contra o mesmo mês do ano anterior, enquanto a taxa de desemprego permanece pouco acima de 5% desde 2001, situando-se bem abaixo da média dos países da UE. Ao mesmo tempo, vem conseguindo manter taxas de inflação (preços ao consumidor) também abaixo da média da UE.

Ainda assim, o nível de atividade na Europa deverá continuar bastante morno nos próximos trimestres. O SPF projeta 1% de crescimento do PIB para 2003 e 2,1% para

2004, para a Zona do Euro. As mais recentes projeções do projeto LINK indicam crescimento de 1,1% em 2003 e 2,2% para 2004 para a Zona do Euro e 1,3% e 2,4%, respectivamente, para a UE.

Japão

Após passar por um período recessivo em 2001, a economia japonesa voltou a crescer em 2002, porém a taxas declinantes a partir do terceiro trimestre. No primeiro trimestre de 2003 seu crescimento foi nulo. Esse desempenho foi afetado basicamente pelas exportações líquidas, que retiraram 0,2% de crescimento, enquanto a demanda doméstica contribuiu com 0,2% para o crescimento. Esse desempenho poderá piorar ainda mais no próximo trimestre, de acordo com o índice de indicadores antecedentes, que caiu para 27 em março, contra uma média de 61 no quarto trimestre de 2002 e de 54 nos dois primeiros meses de 2003 (50 indica equilíbrio).

A deflação dos preços ao consumidor continua dificultando a retomada do crescimento a taxas sustentáveis. Nesse cenário, o Banco do Japão vem atuando em diversas frentes, de forma a estimular o crescimento econômico. As taxas de juros estão em praticamente zero desde 2001. Atualmente, o banco vem tentando evitar, com êxito, uma valorização maior do iene ante o dólar, com intervenções diretas no mercado de câmbio, com o intuito de evitar o que acabou acontecendo no primeiro trimestre, ou seja, um crescimento negativo das exportações líquidas. Entretanto, como o iene prossegue se desvalorizando com relação ao euro, essa tendência poderá ser revertida brevemente.

As projeções do projeto LINK apontam para um crescimento de 0,7% para o PIB japonês tanto em 2003 quanto em 2004.

Argentina

A economia argentina continua sua marcha para a normalidade. Após uma retração do PIB de 10,9% em 2002, as projeções do Consensus Forecast indicam crescimento de 4,1% em 2003 e 4,4% em 2004. No quarto trimestre, o PIB caiu 3,6% contra o mesmo trimestre do ano anterior, o que representou um progresso em relação à queda de 9,8% no trimestre anterior. Entretanto, de acordo com o estimador mensal da atividade, a recuperação teria se iniciado ainda no final de 2002, crescendo, em média, cerca de 0,5% ao mês no último trimestre do ano. No entanto, após continuar a recuperação no primeiro bimestre do ano, a recuperação teria feito uma pausa em março, com crescimento nulo nesse mês. A produção industrial, por sua vez, que também começou a se recuperar em outubro do ano passado, cresceu cerca de 1,6% contra o mês anterior (dados dessazonalizados).

O colapso monetário ocorrido em 2001 foi sendo revertido ao longo de 2002, o que permitiu a volta do crescimento econômico no final do ano. Essa remonetização da economia esteve relacionada à conclusão de acordos, ainda que parciais, com o FMI e, também, com a forte desvalorização do peso, que viabilizou um salto na balança comercial e no saldo em transações correntes. A cotação do peso passou de um mínimo de ArP 1,00/US\$, cotação que prevaleceu durante quase toda a década de 1990, para cerca de ArP 3,50/US\$ na média do último trimestre de 2002, atingindo ArP 3,30/US\$ no primeiro trimestre de 2003. A projeção do Consensus Forecast é de que essa taxa permaneça constante até o final do ano. A base monetária, por sua vez, que havia caído cerca de 20% em dezembro de 2001, contra o mesmo mês do ano anterior, chegou a crescer cerca de 140% a.a. nos dois últimos meses de 2002 e continua a crescer, atingindo 48% a.a. em abril de 2003.

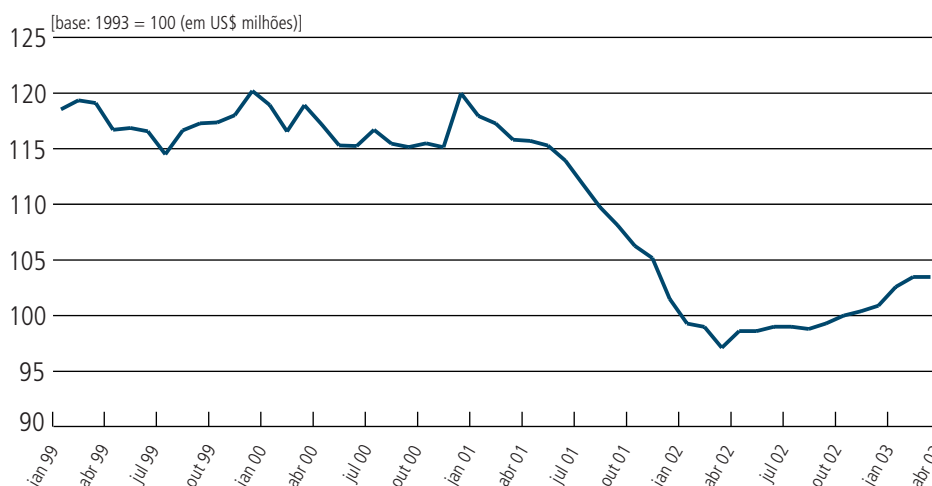
A desvalorização cambial ocorrida em 2002 foi responsável por uma forte aceleração inflacionária, já em reversão. Os preços ao consumidor aumentaram a uma taxa média mensal anualizada de estonteantes 394% entre fevereiro e maio de 2002. No entanto, a forte recessão freou o repasse dos preços fazendo com que a inflação já fosse negativa no final do ano, atingindo -0,6% em março, último número disponível.

Por outro lado, a desvalorização do peso permitiu uma forte recuperação das contas externas da Argentina. No segundo semestre de 2002, o superávit comercial atingiu US\$ 8,5 bilhões, contra US\$ 5 bilhões no mesmo período do ano anterior, com queda de 2% das exportações e 45% das importações. Já em março, as exportações cresceram 7,8% contra o mesmo mês do ano anterior, ao passo que as importações aumentaram 43% na mesma base de comparação.

Nos últimos meses, destacou-se a importância da queda das importações argentinas para as vendas externas do Brasil. Contudo, um outro aspecto pouco salientado, que também será abordado na seção de Política Agrícola, é a queda das exportações de produtos primários da Argentina, provavelmente provocada pela diminuição das fontes internas (e externas) de financiamento, que prejudicaram a produção. Entre 2001 e 2002, essas exportações caíram de US\$ 6,1 bilhões para US\$ 5,3 bilhões. Essa redução foi ainda mais pronunciada em alguns produtos, como pescados, com -32%, frutas frescas, com -25%, e cereais, com -12%, todos eles importados pelo Brasil. O corte da oferta externa, na maioria dos casos, acarretou um aumento dos preços pagos pelos importadores brasileiros, em razão da tarifa externa comum, que estabelece um diferencial entre os fornecedores dentro e fora do Mercosul.

GRÁFICO 4.14

Argentina — Estimador Mensal da Atividade Econômica



Fonte: Indec.