

Estabilização monetária e baixo crescimento marcaram 2003

O ano de 2003 foi marcado pela expectativa da sociedade quanto a uma possível mudança de rumo da política econômica, após a posse do novo governo. Essa alteração de trajetória acabou não ocorrendo, em função da necessidade do Executivo de sinalizar seu comprometimento com o processo de estabilidade de preços, o que, numa conjuntura de acirramento das expectativas, implicou a adoção de uma política monetária bastante conservadora, a despeito da flexibilização ocorrida a partir de junho. Além disso, no campo fiscal, o acordo com o FMI, que previa a geração de elevado superávit primário, acabou por restringir significativamente a capacidade do Estado no tocante aos investimentos públicos.

A queda dos níveis de inflação alcançada ao longo do ano e a flexibilização parcial da política monetária proporcionaram, por sua vez, margem de manobra para que o governo reduzisse o custo de colocação dos títulos públicos e implementasse um alongamento do prazo e

melhoria do perfil da dívida mobiliária. A despeito da melhora no lado financeiro, a estratégia adotada pelo governo acabou por comprometer a face real da economia, o que se refletiu em altas taxas de desemprego, queda no nível de renda da população e redução do Produto Interno Bruto.

Política monetária

O comprometimento do novo governo com a estabilidade monetária era o principal componente de incerteza na formação das expectativas dos agentes econômicos no início de 2003. Entretanto, a continuidade do sistema de metas para a inflação e de uma política fiscal que buscava a geração de expressivo superávit primário gerou um ambiente de confiança e otimismo no cenário político-econômico, assegurando a manutenção da estabilidade de preços.

Neste contexto, mesmo após a redução do choque de custos oriundo da forte depreciação cambial de 2002, o governo manteve a postura de precaução,

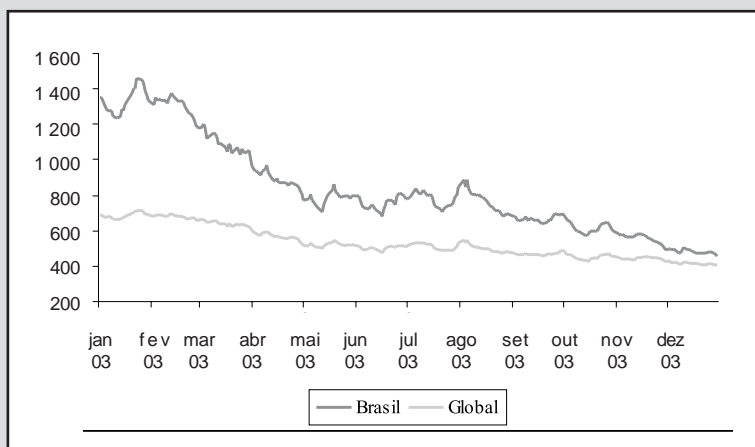
buscando assegurar a manutenção da estabilidade monetária num cenário de elevada turbulência internacional provocado pelo conflito no Iraque. Desta forma, a nova equipe econômica não se furtou em elevar a taxa básica de juros nos primeiros meses de 2003, o que demonstrou o comprometimento do governo com o sistema de metas de inflação.

Nos meses posteriores - mais precisamente a partir de junho -, o governo iniciou uma flexibilização gradual da política monetária, determinando uma trajetória descendente para as taxas básicas de juros da economia, cuja intensidade e ritmo de queda foram determinados, em grande parte, pelo ajuste das expectativas futuras de inflação e também pela ausência de fatores de pressões altistas na formação da taxa de câmbio. Entre junho e dezembro, a Taxa SELIC caiu 10 pontos percentuais.

A administração da taxa de juros de curto prazo num cenário de estabilidade de preços foi acompanhada de um gerenciamento rigoroso do nível de reservas bancárias. O excesso de liquidez, provocado pelos resgates líquidos dos títulos públicos - sobretudo dos indexados à moeda estrangeira -, foi sendo esterilizado pela autoridade monetária através da realização de *go arounds* e operações

A estratégia de gestão da dívida mobiliária ao longo do ano contribuiu para a melhora na composição do estoque de títulos públicos em mercado

Risco-País - EMBI Global



1,3%, mantendo-se dentro do intervalo estabelecido pela programação monetária revista no quarto trimestre de 2003.

A melhoria do ambiente econômico favoreceu a expansão da liquidez no mercado de dívida pública. Assim, o volume negociado no mercado secundário do segmento subiu de R\$ 6,8 bilhões (dez/02) para R\$ 10,7 bilhões (dez/03). O aumento ocorreu basicamente em função dos maiores volumes negociados em LFT (de R\$ 3,4 para R\$ 7,0 bilhões) e LTN (de R\$ 180 milhões para R\$ 2,7 bilhões).

Em virtude da estratégia do governo na gestão da dívida mobiliária ao longo do ano (elevação da participação da parcela prefixada, redução da exposição cambial e alongamento do prazo médio), houve uma melhora substancial na composição do estoque de títulos públicos em mercado (veja texto sobre dívida pública na página 74). Esse é um fator que acaba por reduzir o custo primário de emissão dos títulos, já que influencia positivamente a expectativa dos

agentes econômicos quanto à solvência do país, na medida em que se observam menor pressão futura de compromissos no curto e médio prazos e menores oscilações no saldo da dívida, em função de eventuais volatilidades dos indicadores financeiros básicos da economia (juros e câmbio).

Setor externo

Na área externa, o ano de 2003 foi marcado pelo resultado histórico da Balança Comercial, que atingiu o melhor desempenho já registrado por este agregado, com um superávit de US\$ 24,8 bilhões. Neste contexto, observou-se crescimento de 21,1% das exportações, o que em termos absolutos representou uma expansão de US\$ 12,7 bilhões em comparação com 2002. Este desempenho derivou dos bons resultados das vendas em todas as categorias de produtos. No caso dos básicos e semimanufaturados, os resultados foram particularmente favoráveis, em função do aumento dos preços das *commodities* no mercado internacional.

Além da diversificação de produtos da pauta de exportação, ficou evidente a alteração dos parceiros

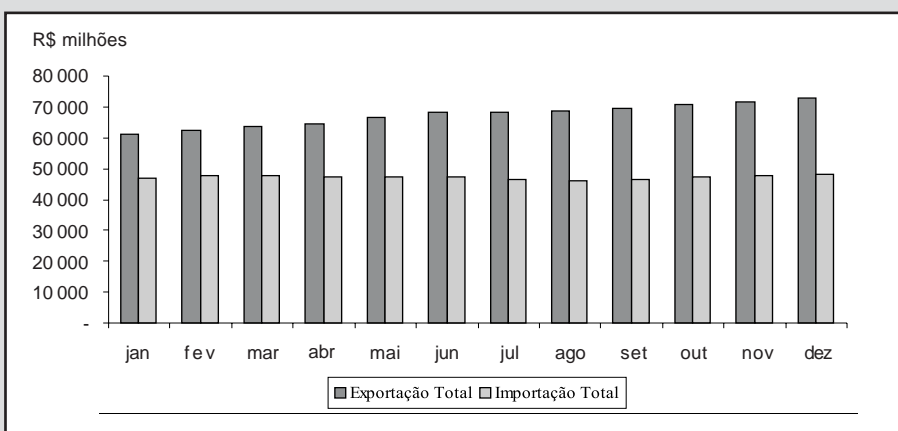
compromissadas, através das quais o BC procurou calibrar a liquidez, retirando do sistema volumes expressivos de recursos.

A firmeza na postura e nas ações do BC refletiu-se na neutralização dos impactos expansionistas sobre a base monetária. Pelo critério de média dos saldos diários, este agregado sofreu variação de

compromissadas, através das quais o BC procurou calibrar a liquidez, retirando do sistema volumes expressivos de recursos.

O risco Brasil teve intensa redução ao longo de 2003, seja em função da expectativa quanto à possibilidade de melhora na classificação do *rating*, seja pela expansão da demanda dos agentes econômicos por papéis brasileiros

Evolução da Balança Comercial em 2003 - Acumulado em 12 meses



comerciais. A expansão das exportações se deu tanto nos mercados já tradicionais, como também naqueles menos explorados. Neste contexto, destaque-se o aumento dos negócios com a China, o que reforça as expectativas futuras de expansão do comércio bilateral. A consolidação da China como um dos principais parceiros comerciais do Brasil foi marcada pela elevação de cerca de 80% no saldo

US\$ 4,5 bilhões, o que corresponde a uma elevação de aproximadamente 95% em relação a 2002.

Já as importações apresentaram queda nos oito primeiros meses de 2003, retomando o crescimento apenas no final do ano e atingindo assim resultado 2,2% superior a 2002. As aquisições de matérias-primas, bens intermediários e combustíveis e lubrificantes foram as que sofreram maior expansão.

comercial em comparação a 2002. O país passou a ocupar a terceira posição no *ranking* dos maiores importadores de produtos brasileiros.

Outro fator relevante para a análise do segmento externo foi o processo de recuperação da economia argentina ao longo de 2003, o que possibilitou a retomada das exportações para o maior parceiro comercial do Brasil na América Latina. Nesse contexto, foram exportados cerca de

Já os valores importados de bens de capital e bens de consumo sofreram retração de 11,1% e 6,3%, respectivamente, refletindo a contração dos investimentos produtivos e a queda da renda das famílias, provenientes do baixo desempenho do nível de atividade da economia brasileira no período. A participação dos produtos originários do Oriente na pauta de importações brasileiras, com influência principalmente da China, explica a redução da participação relativa das compras externas nos mercados tradicionais (EUA e UE).

Assim, o superávit de 0,83 % do PIB registrado na conta de Transações Correntes foi obtido, basicamente, em função da Balança Comercial. Por outro lado, o item Investimento Estrangeiro Direto registrou o pior resultado desde 1995, fechando o ano próximo de US\$ 10 bilhões, bem abaixo dos US\$ 16,6 bilhões de 2002.

O excesso de liquidez internacional e a consequente abundância de recursos direcionados para os mercados financeiros de economias emergentes - caracterizado pelo aumento das aplicações em fundos de investimento especializados, alta valorização das Bolsas de Valores e forte queda dos *spreads* dos títulos de governos e empresas -

Mesmo diante do cenário de retomada do crescimento, a possibilidade de haver pressões inflacionárias permaneceu reduzida, uma vez que a utilização da capacidade instalada da economia norte-americana manteve-se baixa

também influenciaram o desempenho da economia brasileira no período.

Foi neste contexto que se observou uma intensa redução do risco Brasil ao longo de 2003, seja em função da expectativa quanto à possibilidade de melhora na classificação *do rating*, seja pela expansão da demanda dos agentes econômicos por papéis brasileiros, que se tornaram um dos destaques no mercado de títulos de países emergentes. A melhora nas expectativas acabou por se refletir nos item Investimentos em Carteira, que registrou uma entrada líquida de recursos da ordem de US\$ 5,1 bilhões contra uma saída líquida de US\$ 4,8 bilhões, no ano anterior.

Economia internacional

O rápido desfecho do conflito no Iraque, ainda no primeiro semestre de 2003, contribuiu para a retomada do crescimento da economia mundial, particularmente a dos EUA, que se encontrava num ciclo recessivo desde 2001.

A retomada do crescimento da economia norte-

americana ficou mais evidente com a divulgação do PIB do terceiro trimestre de 2003, que registrou variação positiva de 8,2%. No ano, a variação foi de 4,3 %. Este resultado se deveu a fatores excepcionais, tais como o comportamento do consumo pessoal, que foi impulsionado pela adoção de uma política fiscal nitidamente expansionista. Além disso, o aumento de 16,7% da formação bruta de capital fixo em 2003 revelou a recuperação da confiança do setor empresarial e a retomada do investimento no setor real da economia. Em outubro, observou-se a criação de 126 mil postos de trabalho não-agrícolas, o que colaborou para a redução da taxa de desemprego, que em junho situava-se em 6,3%, tendo atingido 5,7% em dezembro.

Mesmo diante do cenário de retomada do crescimento, a possibilidade de ocorrerem pressões inflacionárias permaneceu reduzida, já que a economia norte-americana mantinha baixa utilização da capacidade instalada. Assim, o Fed não promoveu, em 2003, nenhuma elevação da taxa básica de juros, que se mantinha no final do ano no patamar de 1%.

Na Europa, a forte elevação da cotação do euro em relação ao dólar afetou a competitividade

de dos produtos europeus no comércio mundial e comprometeu o crescimento econômico do continente no ano (0,8%). Já a economia asiática registrou recuperação, impulsionada pela crescente integração da economia chinesa no cenário mundial. O Japão, por exemplo, teve um crescimento de 2% do PIB, contra 0,2% do ano anterior, o que pode ser um indicativo de um processo de reversão da deflação que atingiu o país nos últimos anos.

Já o bom desempenho da economia argentina em 2003 foi originado, em grande parte, pela retomada dos investimentos, sobretudo no setor da construção civil. Além disso, a melhora das contas externas, obtida através do aumento do superávit em conta corrente e da menor saída de capitais - fruto da política de estabilização econômica -, possibilitou a elevação do nível das reservas internacionais. Ainda assim, tais fatores não são suficientes para se concluir que nossos vizinhos alcançaram uma solução consistente da crise, o que dependerá substancialmente da capacidade de o governo argentino encontrar uma saída negociada para o problema de sua dívida externa.

O governo cumpriu parcialmente a agenda das reformas, conseguindo aprovar mudanças na Previdência e na área fiscal, mantendo-se, porém, a expectativa por reformas microeconômicas complementares

Política fiscal

O superávit primário do setor público não-financeiro alcançou no final do ano de 2003 um volume próximo a R\$ 66 bilhões (R\$ 1,17 bilhão acima da meta estipulada no acordo com FMI), o equivalente a 4,32% do PIB, contra R\$ 52,4 bilhões do ano anterior. O governo do PT ratificou o compromisso de manter a meta de superávit primário de 4,25% do PIB até 2006.

A elevação da despesa com juros (R\$ 145,2 bilhões, ou 9,49% do PIB) explica-se pelo crescimento da dívida líquida do setor público em mais de R\$ 30 bilhões em 2003, atingindo 58,2% do PIB, contra 55,5% em 2002. Já a arrecadação atingiu, no período de janeiro a dezembro de 2003, o montante de R\$ 273,4 bilhões (impostos e contribuições administradas pela Receita Federal e demais receitas). Excluídas as receitas atípicas, a arrecadação total de janeiro a dezembro de 2003 apresentou variação real de 3,27% - deflacionada pelo IPCA - em relação ao ano anterior.

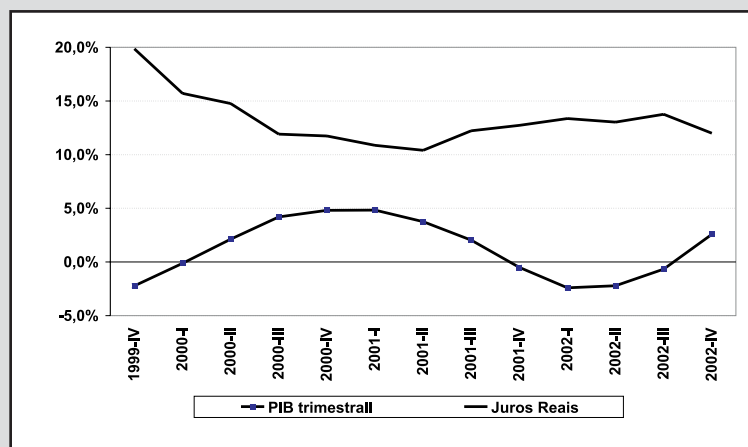
No caso das reformas, o governo cumpriu parcialmente a agenda, conseguindo aprovar mudanças na Previdência e na área fiscal. Mantêm-se, porém, as expectativas dos agentes para que sejam implementadas reformas microeconômicas complementares que conduzam a um novo ciclo de investimentos em setores vitais da economia.

Atividade econômica e inflação

As conseqüências da política monetária contractionista se fizeram sentir particularmente no Produto Interno Bruto de 2003, que registrou queda de 0,22%, contra o crescimento de 1,93% no ano anterior. Pela ótica da demanda, foram observadas quedas de 3,3% e de 6,6% no consumo das famílias e investimento, respectivamente. Pelo lado da oferta, a indústria caiu 0,96% e os serviços apresentaram retração de 0,15%. Apenas a agricultura registrou uma boa performance, variando positivamente 5% no ano de 2003.

A produção industrial medida pelo IBGE, que de janeiro a junho de 2003 havia caído 4%, mostrou recuperação no segundo semestre, com uma expansão de 3,9%. A produção de bens de capital foi o principal fator de melhora da indústria global. Apesar da queda de 2% no primeiro semestre de 2003, ob-

Taxa de Juros Real x PIB trimestral

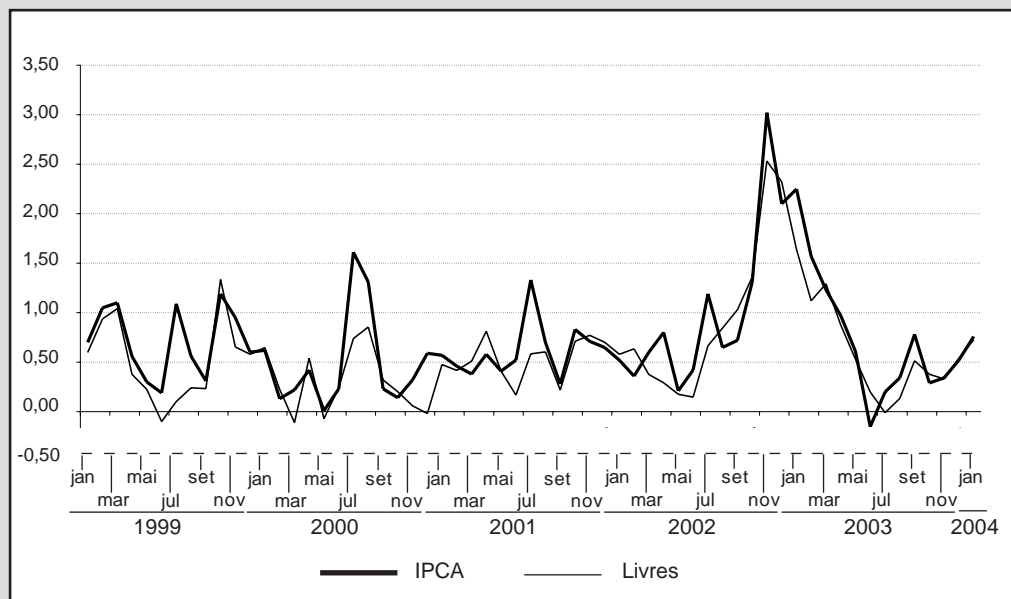


servou-se um crescimento significativo, acima de 9% no restante do ano.

Já no varejo, os dados da FCESP - Federação do Comércio do Estado de São Paulo revelam que o setor amargou resultados ruins até o início do terceiro trimestre de 2003. Há consenso de que o fenômeno é consequência da queda do Rendimento Efetivo Real, que, segundo o IBGE, apresentou variação negativa acima de 8%.

Mesmo com o achatamento na renda, as consultas ao SCPC - Serviço Central de Proteção ao Crédito, que caíram 1,85% no primeiro semestre, subiram acima de 7% na segunda metade do ano, segundo dados da ACSP - Associação Comercial do Estado de São Paulo. Isto revela que a queda dos juros influenciou positivamente os consumidores, principalmente em relação à demanda de bens duráveis a partir de setembro de 2003.

Evolução do Índice de Preços ao Consumidor Amplo



Quanto às perspectivas de médio prazo, o crescimento de 1,5% do PIB do quarto trimestre de 2003, em relação ao período imediatamente anterior, parece refletir os resultados da flexibilização da política monetária posta em prática ao longo do segundo semestre do ano. Além disso, aponta para uma trajetória que deve levar a um crescimento do Produto de pelo menos 3,5% em 2004, caso não se

verifiquem novos choques adversos oriundos do cenário externo.

Por fim, no tocante ao comportamento dos preços, após o surto inflacionário no início do ano, observou-se desaceleração dos índices ao longo de 2003. O IGP-M registrou variação anual de 8,71% em 2003, contra 25,31% em 2002. Seus três componentes - IPA-M, IPC-M e INCC-M - registraram, respectivamente, 7,65%, 9,32% e 14,76%.

Já o IPCA - que, sob forte influência dos níveis da taxa de câmbio observados no final de 2002, havia atingido em janeiro o pico do ano, 2,25% naquele mês e 13% em doze meses - acabou acumulando 9,3% em 2003, com destaque para as variações de 13,2% nos bens administrados e de 7,8% nos preços livres. O núcleo deste índice, medido por médias aparadas com suavização, atingiu 11,10% naquele ano.

João Carlos Gomes e Marcelo Kucuruza Mehl
Analistas Econômicos