

Desempenho das exportações impulsiona o crescimento da economia

O crescimento de 5,2% da economia em 2004, a despeito da adoção de uma política monetária tipicamente contracionista, foi o principal fato econômico do ano. A manutenção de juros reais em torno de 12% ao ano, por outro lado, possibilitou que a inflação oficial se situasse no intervalo da meta prevista. No setor externo, o resultado recorde da Balança Comercial foi particularmente expressivo, considerando-se que o real se valorizou significativamente ao longo do período. O texto apresentado a seguir traz uma breve análise dos aspectos mais importantes que marcaram a trajetória da economia brasileira em 2004.

Política monetária

A expectativa dos agentes econômicos em 2004 era observar como o governo conciliaria a manutenção de uma política antiinflacionária eficaz, que pudesse atender aos objetivos propostos

pelo Sistema de Metas de inflação, com um ambiente propício para o início de um ciclo de crescimento econômico sustentado.

Inicialmente, a estratégia dogoverno consistiu em uma flexibilização gradual da meta de juros básicos da economia, num ritmo que não alimentasse as expectativas inflacionárias da sociedade e que, ao mesmo tempo, sinalizasse aos agentes econômicos uma perspectiva favorável para novos pacotes de investimento. A meta da taxa básica de juros, que estava fixada em 16,50 no final de 2003, foi sendo reduzida a partir de março, atingindo 16% em abril.

Em maio/04, as expectativas inflacionárias do próprio Copom foram revisadas para 2004 e 2005 (de 6 para 6,22% e de 5 para 5,06%, respectivamente), basicamente em função da instabilidade no mercado internacional de petróleo, da subida de preços no segmento do atacado e seu repasse para o varejo (veja seção Índice de preços) e da ameaça de uma expansão econômica que pudesse sancionar novas pressões inflacionárias.

A manutenção da meta da Taxa SELIC até agosto e sua subida a partir de setembro (fechou

dezembro em 17,75%) revelaram a opção da Autoridade Monetária de tentar exercer um forte controle sobre estes possíveis focos de inflação para o restante do ano. Diferente de 2003, quando a opção pela ortodoxia cumpria a função principal de indicar aos agentes a continuidade da política monetária implementada pelo Governo FHC, a postura mais conservadora na condução desta política em 2004 refletiu, nos oito meses do ano, a tentativa de convergir as expectativas de inflação para as metas acordadas para 2004 e 2005. No final do ano, o resultado do IPCA no período foi de 7,6%, dentro do intervalo de tolerância estabelecido pelo Conselho Monetário Nacional (5,5% com variação de 2,5 pontos percentuais).

Ao contrário do que se esperava, a manutenção e o posterior aumento dos juros básicos não reverteram a trajetória de crescimento da economia, o que já vinha acontecendo desde o último trimestre de 2003. Liderado pelos bons resultados do setor externo e demonstrando firmeza na condução da política econômica, o governo conseguiu um ambiente de relativa estabilidade que se refletiu na retomada

Evolução do EMBI Global - 2004



Fonte: Bloomberg. Elaboração: ANDIMA.

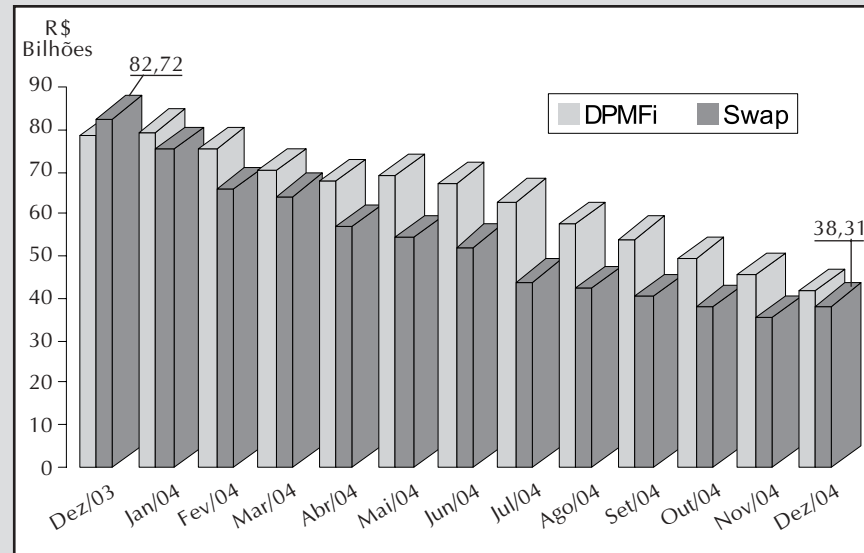
dos investimentos e na melhora de percepção dos investidores internacionais (veja gráfico EMBI Global). O forte ritmo de aquecimento econômico durante o ano de 2004 provocou - ao mesmo tempo em que deu margem de manobra em termos políticos - a continuidade da adoção de uma política monetária restritiva.

A taxa de câmbio, ao contrário dos anos anteriores, não exerceu pressão altista sobre os preços. A valorização do real em relação ao dólar em 2004 (8,13%) revelou a contínua entrada de divisas no país, em função do excepcional comportamento das exportações brasileiras (veja seção Setor externo) e

do significativo diferencial de juros internos e externos neste período (o processo de aumento dos juros básicos norte-americanos ao longo do ano foi gradual, passando de 1% em janeiro para 2,25% em dezembro de 2004). Desta forma, no mercado doméstico, os investidores estrangeiros foram se desfazendo de suas posições ativas em câmbio a favor de aplicações referenciadas em juros, assumindo assim o risco cambial. O *hedge* em moeda estrangeira no país reduziu-se significativamente (veja gráfico Exposição Cambial), tanto por parte do governo como do segmento privado, o que se refletiu na gestão da dívida interna.

Neste sentido, o cenário econômico favorável

Exposição Cambial DPMFi e Operações de Swap do Banco Central



Fonte: SECEX. Elaboração: ANDIMA.

permitiu que o Tesouro pudesse, pelo segundo ano consecutivo, melhorar substancialmente a composição da dívida mobiliária federal, com um aumento da participação dos títulos prefixados de 12,5 para 20%, conforme havia sido indicado no Plano Anual de Financiamento para 2004 (veja quadro na página seguinte). Os papéis cambiais também tiveram redução significativa (de 10,8 para 5,2%), dentro do intervalo previsto pelo Tesouro, enquanto que os títulos que rendem a Taxa SELIC mantiveram-se num patamar em torno de 57%.

Esta estratégia de mudança no perfil da dívida

Plano Anual de Financiamento (PAF) - 2004

Indicadores	Dez/03	Dez/04	PAF 2004	
			Mínimo	Máximo
Estoque da DPMF em Mercado	731,4	810,3	820	880
Prazo Médio da DPMF (meses)	31,3	28,1	34	38
Composição				
Prefixado (%)	12,5	20,1	13	23
SELIC (%)	61,4	57,1	50	61
Câmbio (%)	10,8	5,2	5	7
Índices de Preços	13,6	14,9	15	21
TR e Outros	1,8	2,7	1	3

Fonte: STN. Elaboração: ANDIMA.

provocou sucessivos resgates líquidos, principalmente de papéis cambiais, o que impactou significativamente a base monetária e exigiu do Banco Central uma sintonia fina na gestão de liquidez diária do mercado. Em 2004 as operações com títulos públicos federais foram expansionistas entre abril e dezembro, o que obrigou o governo a esterilizar os recursos através de inúmeros *go arounds* e operações compromissadas. Pela média dos saldos diários, a base monetária sofreu uma variação de 23,4% no ano, dentro do que foi previsto pela programação monetária do último trimestre de 2004.

Entretanto, não houve êxito do governo na tentativa de promover um alongamento do prazo, como havia sido divulgado no Plano Anual de Financiamento (mínimo de 34 e máximo de 38 meses). O prazo médio da dívida total em poder do público, que era de 31,34 meses em dezembro/03, reduziu-se para 28,13 meses em dezembro/04. Isto foi possível devido à sensível redução do prazo médio das emissões primárias de papéis prefixados, pois o Tesouro, para garantir vendas expressivas desses títulos no mercado, registrou colocações, entre maio e agosto de 2004, com maturidades médias de apenas sete meses.

Política fiscal

O resultado mais expressivo das contas públicas em 2004 foi a redução de 5,4 pontos percentuais em relação a 2003 do indicador Dívida Pública Líquida/PIB, que registrou 51,8%, no final do ano, interrompendo a trajetória de alta que vinha ocorrendo desde 1994. Este número foi resultado de uma combinação dos principais condicionantes da dívida pública: continuidade do equilíbrio fiscal em todas as esferas de governo, apropriação menor dos juros, crescimento da economia e apreciação cambial.

A necessidade de financiamento do setor público na esfera primária registrou um superávit de R\$ 81,1 bilhões, o equivalente a 4,6% do PIB, resultado superior à meta prevista para o ano (4,5% do PIB). Por segmentos do setor público, foram registrados também superávits do Governo Central (3% do PIB), Governos Regionais (1% do PIB) e Empresas Estatais (0,6% do PIB). No caso dos dados referentes ao Governo Central,

foi de extrema importância a arrecadação recorde dos tributos federais, que alcançou cerca de R\$ 322,6 bilhões em 2004.

O comportamento das variáveis básicas da economia, juros e câmbio, também contribuiu para a melhora da relação Dívida/PIB. O total de juros apropriados registrou em 2004 uma queda correspondente a R\$ 16,9 bilhões, em função do menor patamar médio da Taxa SELIC (taxa efetiva de 16,25 contra 23,35% ao ano em 2003).

Houve menor influência do câmbio na redução da dívida (queda de 0,9 contra 4,0 p.p. em 2003), em função de a valorização cambial em 2004 ter sido sensivelmente menor do que o ano anterior (8,13 contra 18,23%).

Setor externo

O ano de 2004 registrou novos recordes para a Balança Comercial brasileira. O bom desempenho apurado em 2003 foi amplamente superado, com as exportações e as importações tendo atingido valores expressivos. As vendas externas alcançaram US\$ 96,5 bilhões e as compras ficaram em US\$ 62,8

Dívida Líquida

Discriminação	2002		2003		2004	
	R\$ milhões	% do PIB	R\$ milhões	% do PIB	R\$ milhões	% do PIB
Dívida Líquida Total - saldo	881.108	55,5	913.145	57,2	956.996	51,8
Dívida Líquida - var. ac. ano	220.241	2,9	32.037	1,7	43.851	-5,4
Fatores Condicionantes⁽¹⁾	220.241	13,9	32.037	2,0	43.851	2,4
NFSP	61.614	3,9	79.032	4,9	47.144	2,6
Primário	-52.390	-3,3	-66.173	-4,1	-81.112	-4,4
Juros Nominais	114.004	7,2	145.205	9,1	128.256	6,9
Ajuste Cambial ⁽²⁾	147.225	9,3	-64.309	-4,0	-16.193	-0,9
Dív. Mobil. Interna Indexada ao Câmbio	76.662	4,8	-22.715	-1,4	-3.335	-0,2
Dívida Externa - metodológico	70.564	4,4	-41.594	-2,6	-12.858	-0,7
Dívida Externa - outros ajustes ⁽³⁾	753	0,0	16.710	1,0	7.137	0,4
Reconhecimento de Dívidas	14.286	0,9	604	0,0	6.516	0,4
Privatizações	-3.637	-0,2	0	0,0	- 753	0,0
Efeito Crescimento PIB - dívida⁽⁴⁾		-11,0		-0,3		-7,7
PIB Acumulado Doze Meses - valorizado	1.587.584		1.596.846		1.846.985	

* Dados preliminares.

(1) Os fatores condicionantes da dívida líquida como percentual do PIB consideram o total dos fatores, dividido pelo PIB acumulado nos últimos 12 meses valorizado, segundo a fórmula: $(\sum \text{Fatores Condicionantes} / \text{PIB}_{12\text{MesesValorizado}}) * 100$. Não reflete a variação da dívida em percentagem do PIB. (2) Considera a soma dos efeitos mensais até o mês de referência. (3) Inclui ajuste de paridade da cesta de moedas que integram as reservas internacionais e a dívida externa, e demais ajustes da área externa. (4) Considera a variação da relação dívida/PIB devida ao crescimento verificado no PIB, calculada pela fórmula: $Dt-1 / (\text{PIBMesAtual} / \text{PIBMesBase}) - Dt-1$.

Fonte: Banco Central.

bilhões, um crescimento de 32 e 30%, respectivamente, sobre 2003, contribuindo para um superávit comercial de US\$ 33,7 bilhões no período.

De fato, o que se observou nos últimos anos foi uma recuperação dos saldos da Balança Comercial devido aos aumentos seguidos das exportações, respondendo, entre outros fatores, ao câmbio depreciado, à retração do mercado doméstico até meados de

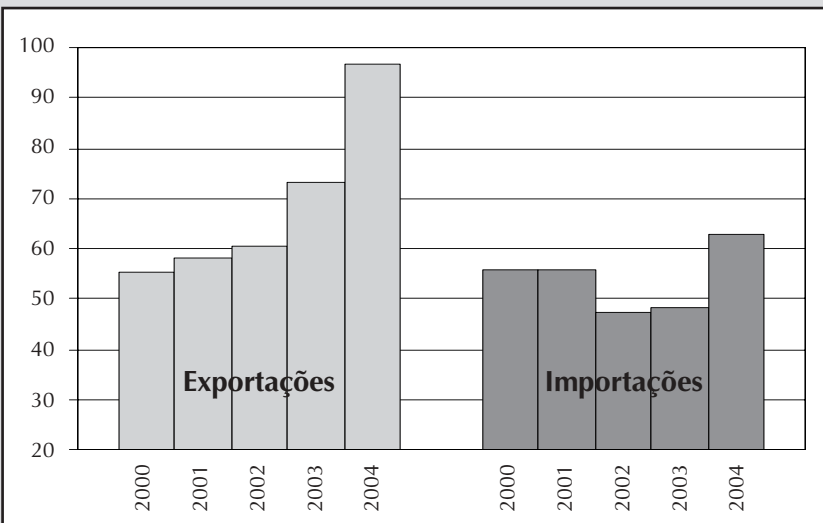
2003 e à retomada do comércio mundial. Já as importações, que tiveram sua trajetória limitada pelo baixo crescimento da atividade econômica nos últimos dois anos, mostraram recuperação a partir do terceiro trimestre de 2003, quando se iniciou o período de aquecimento da economia.

Em 2004, a corrente de comércio atingiu novo patamar, de US\$ 159,25 bilhões, e levou o setor

externo a ampliar sua representatividade na economia brasileira. Nesse sentido, o país foi amplamente beneficiado pelo crescimento do comércio mundial em 2004, já que houve aumento da demanda por bens e serviços e dos preços internacionais de *commodities*. As categorias de produtos que mais sofreram influência do aumento das cotações externas foram os básicos e os semimanufaturados, enquanto os manufaturados, de maior valor agregado, se destacaram em relação ao *quantum* e ampliaram a sua participação na pauta de exportação brasileira, de 54% em 2003 para 55% em 2004 (veja tabela). Tal fato é reflexo do maior grau de abertura do setor, em função da grande diversidade de produtos vendidos e do número de mercados alcançados pelos bens produzidos internamente.

O desempenho da Balança Comercial em 2004 surpreendeu não apenas pelo saldo alcançado, mas também porque ocorreu em um ano de recuperação do valor do real diante do dólar. A moeda nacional acumulou no ano valorização nominal de 8,13%, mas a queda da moeda norte-americana nos mercados internacionais reduziu em alguma medida o impacto da trajetória do

Exportações e Importações - US\$ bilhões



Fonte: SECEX. Elaboração: ANDIMA.

mais de 460 pontos em 2003, o que fez reduzir o custo das captações de recursos nos mercados internacionais.

Os resultados no segmento comercial refletiram no Balanço de Pagamento. O superávit em Transações Correntes no ano alcançou US\$ 11,7 bilhões (1,9% do PIB). Na conta Financeira, os

investimentos estrangeiros diretos líquidos ficaram em US\$ 18,2 bilhões, e os investimentos líquidos em carteira registraram US\$ 2,2 bilhões.

real sobre a competitividade das exportações brasileiras.

O recorde nas exportações, associado à baixa rolagem da dívida privada (65 em 2004 contra 115% em 2003), e seu efeito sobre a dívida externa tiveram forte influência sobre um dos principais indicadores deste segmento: a relação entre dívida externa líquida e exportações. Quanto maior esse número, maior a vulnerabilidade do país diante dos compromissos externos. Em 2003 a relação atingiu 2,1, e em 2004 o índice caiu para 1,4. Por conta desse bom desempenho, o indicador de risco-país para o Brasil, medido pelo EMBI Global, fechou o ano abaixo de 390 pontos, contra

Índices de preços

Pela primeira vez desde 2000, o IPCA - Índice de Preços ao Consumidor Amplo, referência do sistema de metas de inflação, ficou compreendido entre o intervalo estipulado pelo CMN (5,5% +-2,5 p.p.), com uma variação de 7,6% no ano, abaixo do registrado em 2003 (9,3%). Os preços administrados registraram 10,2% em 2004, contribuindo com 2,94 pontos percentuais para o Índice Geral. Os preços livres subiram 6,55% no mesmo período, contribuindo com os 4,66 pontos percentuais restantes do IPCA.

O monitoramento da inflação por parte da equipe econômica foi ditado pelo ritmo de repasse dos preços do atacado para o varejo. O aumento das cotações internacionais das *commodities*, com destaque para o petróleo, que chegou a atingir US\$ 51,4 em outubro, pressionou os preços industriais no atacado ao longo de todo o segundo semestre de 2004. Na comparação dos preços industriais praticados no atacado e no varejo, há indícios de que o potencial de repasse entre esses dois segmentos poderá influenciar o comportamento da inflação para 2005. O IPA-M

Varição Percentual dos Índices de Preços e Quantum (2004/2003)

Produtos	Quantum	Preço
Exportação Total	17,7	11,4
Básicos	13,7	19,0
Semimanufaturados	8,6	13,3
Manufaturados	22,6	6,8

Fonte: Funcex. Elaboração: ANDIMA.

A performance
da indústria brasileira
em 2004 foi amplamente
positiva, com uma expansão de
8,3%, o melhor resultado deste
segmento desde 1986,
ano do Plano Cruzado

industrial, que reflete os preços da indústria no atacado, variou 19,5% no ano. Usando como *proxy* para os preços da indústria no varejo (IPCA industrial), a variação no mesmo período foi de 7,9%.

Esse represamento dos preços fica visível também nos resultados dos índices mais amplos. O IPA-M agregado registrou uma variação de 15,09% em 2004, enquanto o IPC-M variou 6,20% nesse mesmo ano. Desta forma, com uma meta de inflação para 2005 estipulada em 5,1%, conjugada com uma hipotética reversão do processo de valorização da taxa de câmbio, poderá haver uma margem de manobra muito estreita para que o governo consiga flexibilizar a sua estratégia de política monetária para o ano que vem.

Atividade econômica

A economia brasileira em 2004 retomou a trajetória de crescimento, depois de registrar uma pequena expansão no ano anterior (evolução de 0,5%). Segundo o IBGE, o PIB a preços de mercado cresceu 5,2%, em relação a 2003. Na mesma base de comparação, os setores de Indústria, Agropecuária e Serviços registra-

ram alta de 6,21, 5,27 e 3,71%, respectivamente.

O nível de investimento da economia em 2004 (informação relativa ao terceiro trimestre) registrou uma taxa correspondente de 21,01% do PIB. Este resultado é bastante significativo, pois, no ano de 2003, este indicador situou-se em 17,84% do PIB. Isto confirma que o nível de confiança dos agentes em um cenário macroeconômico relativamente estável vem criando condições favoráveis à decisão de investir na produção.

A performance da indústria brasileira em 2004 foi amplamente positiva, com uma expansão de 8,3%, o melhor resultado deste segmento desde 1986, ano do Plano Cruzado. Numa análise dos segmentos industriais por categoria de uso, o destaque foi para os Bens de Consumo Duráveis, que registrou um crescimento acumulado no ano de 21,8%, sobretudo nos setores de Veículos e Automotores (30%). A produção de Bens de Capital expandiu 19,7% no mesmo período, com destaque para Máquinas e Equipamentos para a Produção (38%) e para Transporte (26%). Esta tendência também se refletiu no setor externo, com crescimento dos Bens de Capital nas exportações (54%) e nas importações (17%) em

2004. A produção de Bens Intermediários e de Bens de Consumo Semiduráveis também apresentaram expansão positiva, porém abaixo da média geral da Indústria (7,4 e 4% respectivamente).

O aquecimento da economia em 2004 se refletiu também no comércio varejista. Na comparação com a posição de final de ano, houve um aumento considerável na receita nominal (18,8%) e do volume de vendas (11,4%) em relação ao ano anterior, segundo dados do IBGE. A expansão do crédito nesse período (17,3%), mesmo com os juros em ascensão, é resultado não só do consumo represado por parte de alguns segmentos da população brasileira como, também, da expectativa da sociedade de que continue um quadro de estabilidade no cenário econômico para os próximos anos, condição fundamental para a efetivação um ciclo de crescimento sustentado.

Dalton Boechat e Marcelo Cidade
Analistas econômicos