

PANORAMA CONJUNTURAL

As incertezas em relação à recuperação da atividade econômica a partir do segundo semestre do ano passado diminuíram consideravelmente, à luz dos dados mais recentes sobre PIB, produção industrial, consumo, investimento e, em menor escala, emprego. Em particular, o crescimento dessazonalizado do PIB, de 1,6% no primeiro trimestre, ao manter-se em patamar elevado pelo terceiro trimestre consecutivo, neutralizou, ao menos temporariamente, as críticas que enxergam, no atual arranjo de política econômica, um obstáculo tanto à manutenção de movimentos de recuperação de caráter cíclico quanto à obtenção de taxas de crescimento mais elevadas que as atuais sem gerar novos desequilíbrios.

Como o processo de crescimento não é linear e a economia brasileira, apesar de mais robusta para enfrentar eventuais choques externos, jamais estará completamente blindada em relação aos seus efeitos, é importante entender a natureza da questão para que se tenha condições de avaliar qual a melhor resposta ao recente conjunto de turbulências enfrentadas pela economia em função das mudanças no ambiente internacional. Argumenta-se, a seguir, que a política econômica não é incompatível com a manutenção de um patamar de crescimento sustentado, que a vulnerabilidade externa vem se reduzindo e que a aceleração das taxas de crescimento depende do aprofundamento das reformas estruturais contidas na agenda do desenvolvimento, com ênfase nas questões microeconômicas.

O primeiro ponto a ser discutido é a relação entre o atual arcabouço da política econômica e o desempenho da economia observado ao longo dos últimos anos. Difundiu-se bastante a percepção de que o fraco desempenho em termos de crescimento médio anual após 1998 está associado às políticas monetária e fiscal, excessivamente conservadoras ou ortodoxas. No entanto, uma análise mais detida dos dados contidos nas Tabelas 1 e 2 revela um quadro diferente daquela interpretação.

A Tabela 1 mostra as taxas de crescimento do PIB após a mudança das políticas cambial, monetária e fiscal de 1999 e compara esses dados com outros dois indicadores: *a)* o *carry over* estatístico herdado do ano anterior; e *b)* o crescimento do indicador de base fixa do PIB do quarto trimestre de cada ano, em relação ao mesmo período do ano anterior. O *carry over* reflete a comparação do índice dessazonalizado do último trimestre do ano anterior com a média do ano e indica quanto o PIB cresceria na média, a cada ano, se a partir do começo do mesmo ele se estabilizasse no nível atingido no final do anterior. Tipicamente, *grosso modo*, se um país cresce regularmente em torno de 4% a.a., esse efeito estatístico, resultante da comparação do índice de ponta com a média, é da ordem de 2%. Em outras palavras, se em termos dessazonalizados o PIB, a partir de um índice 100, fecha o ano em 104, a média é em torno de 2% inferior à “ponta” e o índice médio do ano seguinte “herda” a diferença entre 104 e 102, “garantindo” um crescimento mínimo, mesmo que em termos dessazonalizados o indicador trimestral se estabilize em 104.

TABELA 1

Brasil: Crescimento do PIB, *Carry Over* do Ano Anterior e Crescimento no Quarto Trimestre

[em%]

Ano	Crescimento PIB	<i>Carry over</i> ano anterior	IV <i>versus</i> IV
1999	0,8	-0,8	3,3
2000	4,4	1,8	3,9
2001	1,3	1,3	-0,7
2002	1,9	-0,8	3,9
2003	-0,2	1,0	-0,1

Fonte: IBGE.

Observe-se, então, que o *carry over* negativo explica o baixo crescimento tanto de 1999 como de 2002, uma vez que a expansão anual da economia foi prejudicada naqueles dois anos pelo fato de o ano ter começado com um indicador de produção inferior à média do ano anterior, devido à trajetória declinante do indicador dessazonalizado ao longo de 1998 e 2001, respectivamente. Quando se olha para a última coluna da tabela, nota-se que, contrariamente à primeira, que sugere a existência de quatro anos “ruins” e apenas um “bom”, a rigor tanto em 1999/2000 como em 2002, a trajetória do PIB durante o ano foi bastante positiva, com crescimentos superiores a 3% e próximos a 4% em dois dos referidos anos.

Essa análise é corroborada pela observação da Tabela 2, atualizada com os dados disponíveis de 2003 e 2004, que indica as taxas médias anualizadas das fases de crescimento de 1998-IV a 2001-I; de 2001-IV a 2002-IV; e de 2003-II a 2004-I. Três conclusões saltam aos olhos:

a) nessas fases de crescimento, o PIB se expandiu a taxas anualizadas da ordem de 3% a 5%;

b) nas fases mais recentes, a expansão da indústria foi particularmente forte; e

c) o padrão de recuperação recente tem sido ainda mais intenso que em outros momentos, com um crescimento médio anualizado do PIB próximo a 5% a.a. nos últimos três trimestres.

O ponto que se quer ressaltar fica claro quando se observam os Gráficos 1 e 2, com os indicadores dessazonalizados de produção a partir de 1998-IV. Nota-se que, uma vez removidos, no começo de 1999, os obstáculos que impediam o crescimento — associados aos desequilíbrios externo e fiscal —, a economia brasileira pôde exibir uma expansão contínua

TABELA 2

Taxas Dessazonalizadas Anualizadas de Crescimento entre Trimestres, por Período, nas Fases de Crescimento

[em % a.a.]

Período	Taxas Dessazonalizadas Anualizadas	
	PIB	Indústria ^a
1998-IV a 2001-I	3,6	3,5
2001-IV a 2002-IV	3,8	8,0
2003-II a 2004-I	4,9	8,9

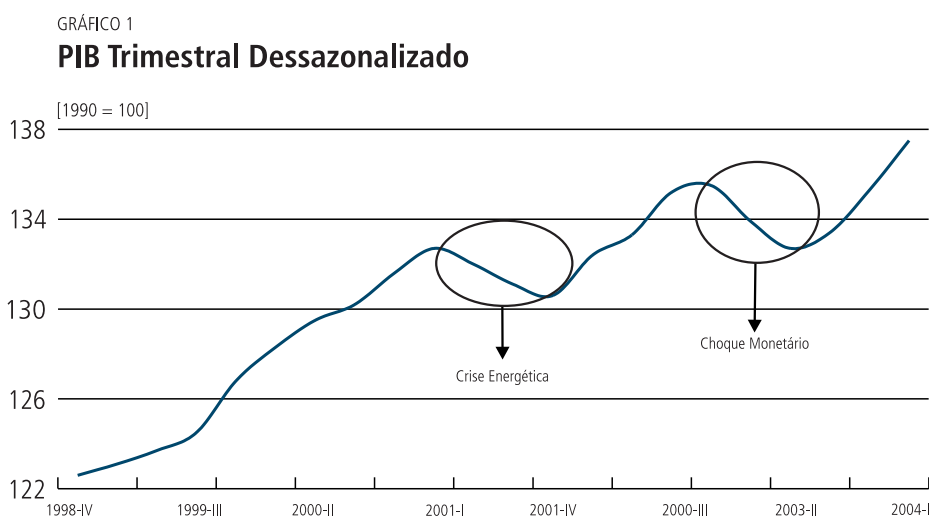
Fonte: IBGE.

^a Contas Nacionais. Inclui extrativa mineral, transformação, construção civil e serviços industriais de utilidade pública.

e a um ritmo razoável, interrompida, porém, por dois choques muito severos. O primeiro, devido à crise energética, começou no segundo trimestre de 2001 e perdurou até o quarto trimestre daquele ano, tendo prejudicado as taxas anuais de crescimento tanto em 2001 como também no ano seguinte. O segundo, no primeiro e no segundo trimestres de 2003, deveu-se à necessidade imperiosa de reagir com a política monetária de modo a impedir o descontrole da inflação, cuja variação em 12 meses, segundo o INPC, superou 20%. Em ambos os casos, porém, a partir do final do quarto trimestre de 2001 e do segundo trimestre de 2003, respectivamente, a economia voltou a crescer. Isso ocorreu a despeito de as taxas reais da Selic, quando deflacionadas pelo IPCA, terem sido da ordem de 15% em 1999 e de 10%, *grossa modo*, tanto em 2000 como na recuperação recente de 2003/2004 (a baixa taxa real de 6% em 2002 decorreu de circunstâncias excepcionais associadas à aceleração não-antecipada da inflação, configurando, portanto, uma recuperação à qual se pode atribuir forte caráter especulativo).

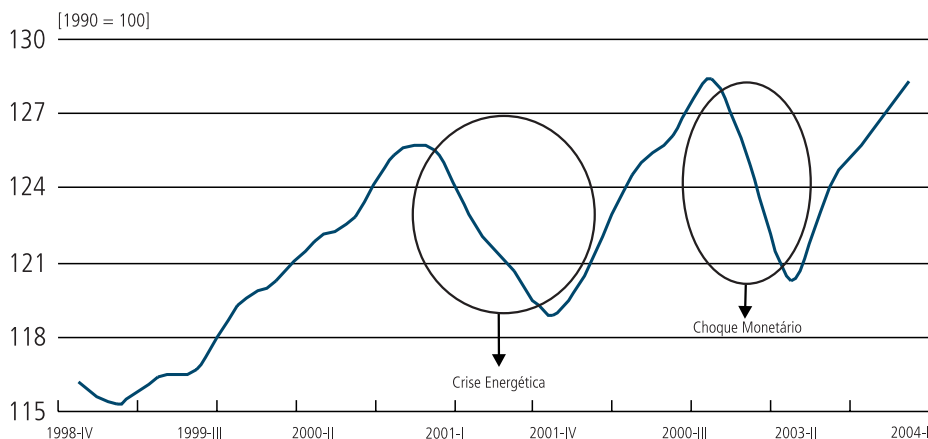
A conclusão à qual se chega da análise feita é que o trinômio flutuação cambial/metabolismo de inflação/austeridade fiscal não pode ser considerado, *per se*, um obstáculo ao crescimento, uma vez que, em circunstâncias normais, ele pode ser perfeitamente consistente com um crescimento de 3,5% a 4,0% a.a. que, embora possa não ser considerado o ideal, está longe de ser pífio.

Para acelerar essas taxas de crescimento do PIB, portanto, é preciso aumentar a taxa de crescimento do produto potencial da economia através da implementação de um amplo conjunto de políticas para assegurar um horizonte de longo prazo às decisões de investimento. Dentre elas, destacam-se: a ampliação da reforma da Previdência visando ao equilíbrio de longo prazo das contas públicas; a continuação da reforma tributária; a reforma trabalhista; e a definição clara dos marcos regulatórios nos setores de infra-estrutura, de modo a incentivar o investimento privado e as mudanças na Lei de Falências e nas que regulam a execução de garantias de crédito para estimular a oferta de crédito de longo prazo. Adicionalmente, pode-se esperar um impulso significativo para a produtividade da economia a partir da conclusão das negociações de integração comercial em curso com a União Européia e demais países do continente americano.



Fonte: IBGE.

GRÁFICO 2

Indústria: Índice Dessazonalizado — Contas Nacionais

Fonte: IBGE.

A outra vertente da crítica à política atual é que ela estaria deixando de lado a solução dos problemas que representaram obstáculos ao crescimento no passado, ligados à assim chamada vulnerabilidade externa e à continuidade dos problemas fiscais. Entretanto, esta crítica simplesmente não se coaduna com os fatos. Senão, vejamos:

a) a relação dívida externa líquida/exportações de bens, indicador tradicional para medir a solvência externa de um país, tem melhorado ao longo dos últimos anos, atingiu em 2003 o menor nível dos últimos 25 anos e pode vir a ser inferior a 2 em 2004, colocando o país em situação muito mais confortável que no passado, ainda que em relativa desvantagem na comparação com outros países emergentes endividados (Gráfico 3). É razoável alegar que, se não fosse o endividamento externo elevado, o Brasil poderia estar muito melhor, mas partindo do pressuposto de que ninguém está propondo não pagar a dívida externa, o fato é que o ônus da dívida é uma imposição das circunstâncias que, no entanto, vem se reduzindo pelo efeito do regime de câmbio flutuante e pela política de promoção das exportações do atual governo;

b) a proporção da dívida pública interna do governo central indexada à taxa de câmbio, que era de 34% no final de 2002, encontra-se atualmente em 15% e vem caindo mês após mês;

c) a dívida pública poderá cair como proporção do PIB em 2004, pela primeira vez desde 1994; e

d) as Necessidades Nominais de Financiamento do Setor Público (NFSP) poderão ser da ordem de 3% do PIB este ano, no mesmo nível do indicador exigido aos países da Europa que pretendem ingressar na área do euro e situando-se no menor nível desde que o indicador começou a ser apurado na década de 1980.

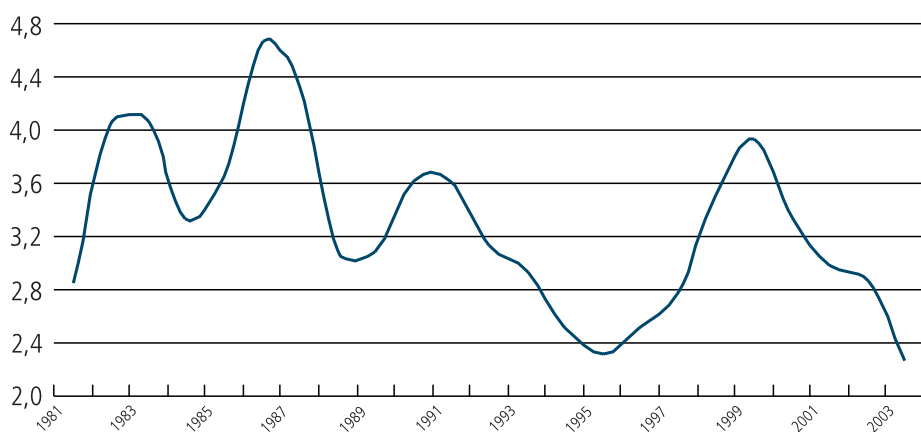
Há, certamente, dois aspectos nos quais os resultados observados até agora se revelaram frustrantes e que estão relacionados ao mercado de trabalho. O primeiro é a evolução da renda real e o segundo, o desemprego. Com relação ao primeiro, a queda observada em 2003 foi, certamente, muito forte. Entretanto, a observação do Gráfico 4 mostra claramente um processo de recuperação na margem, liderado pelos rendimentos dos trabalhadores do setor formal que trabalham no setor privado, cujas taxas de variação da renda real

retornaram ao terreno positivo no começo do ano, conforme discutido na seção Emprego e Renda. Essa observação é corroborada pelo Gráfico 5, que mostra o indicador de salário real da Fiesp, com taxas de crescimento fortemente positivas da renda no começo do ano, reflexo do bom nível de produção da indústria paulista, beneficiada pelo excelente desempenho das exportações.

Quanto ao desemprego, ele é, certamente, muito elevado. Porém, se observarmos as taxas de variação da média da população ocupada nos meses de janeiro a abril de 2004 em relação aos mesmos meses de 2003, iremos constatar um aumento do nível de emprego de 1,8%. Isso sugere que o aumento da taxa de desemprego de 2004 decorre fundamentalmente do incremento da População Economicamente Ativa (PEA), que foi de 2,5% nessa mesma comparação, e que a taxa deveria ceder, em um processo de crescimento em torno de 4% a.a., a partir de 2005, à medida que a taxa de expansão da PEA se aproximar daquela da População em Idade Ativa (PIA), que é da ordem de 2% a.a.

GRÁFICO 3

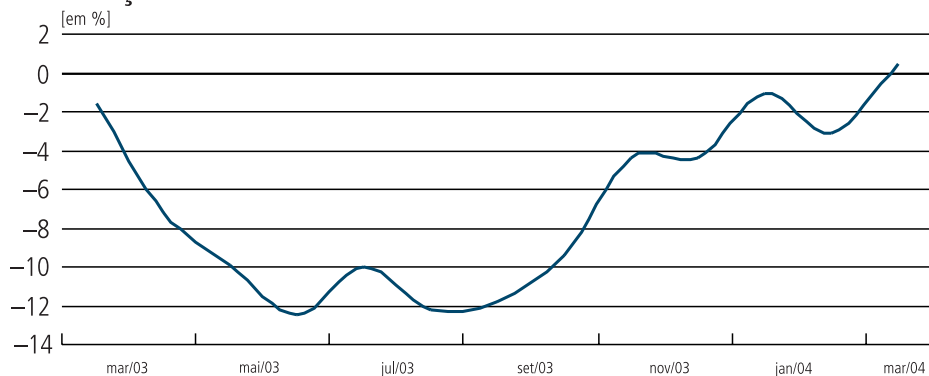
Coefficiente Dívida Externa Líquida/Exportações de Bens



Fonte: Bacen.

GRÁFICO 4

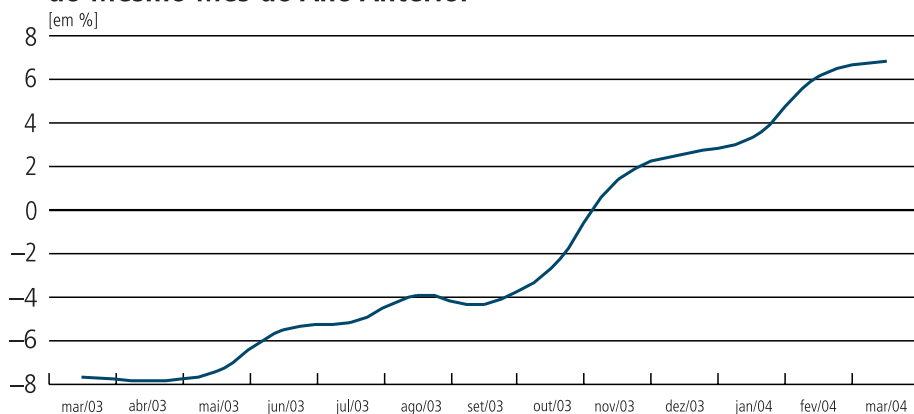
IBGE: Taxa de Crescimento Real da Renda Efetivamente Recebida dos Trabalhadores com Carteira de Trabalho no Setor Privado, em Relação ao Mesmo Mês do Ano Anterior



Fonte: IBGE.

GRÁFICO 5

Fiesp: Taxa de Crescimento do Salário Médio Real, em Relação ao Mesmo Mês do Ano Anterior



Fonte: Fiesp.

O resumo de tudo o que foi dito é que as linhas gerais da política econômica continuam sendo corretas. O governo estabeleceu o objetivo de retomar o crescimento no ano em curso, comprometendo-se com uma inflação de 5,5%. Como é muito difícil, na economia, acertar exatamente as variáveis, é natural observar certos desvios em relação às metas desejadas, e isso parece ter sido reconhecido pelo Banco Central (Bacen) na última ata do Comitê de Política Monetária (Copom). Diga-se de passagem, a margem de tolerância em relação ao centro da “banda” existe exatamente para isso. O fato a ser destacado é que a trajetória das variáveis observada até agora é, em linhas gerais, condizente com tais objetivos. O crescimento em torno de 3,5% é consistente com uma recuperação gradual que permita manter a inflação em torno de 6,5%, significativamente abaixo do nível de 2003 e relativamente próxima da meta. Se houver confiança na continuidade do compromisso com a estabilidade, haverá condições de a política econômica se firmar e os agentes tomarão decisões de gasto, de consumo e de investimento, baseadas justamente na convicção quanto à duração da estabilidade. É importante lembrar que os momentos de maior intensidade do crescimento, nos intervalos em que a economia se expandiu, nos últimos anos, coincidiram justamente com a percepção de que a batalha contra a inflação estava sendo ganha, tanto depois da desvalorização de 1999, como a partir de meados de 2003, o que gerou maior confiança para a tomada de decisões. Nesse cenário, estando o Bacen com a credibilidade revigorada, deveria haver espaço para que as taxas de juros, passada a atual fase de turbulências, retomem em algum momento o seu processo de queda, em um contexto em que se valorize a desinflação, mesmo que eventualmente a inflação possa se desviar ligeiramente em relação ao centro da “banda”. Isso significa que o importante é que a taxa de inflação continue em declínio, apontando para uma taxa de variação dos preços em 2005 inferior à que deverá ser observada em 2004, dando assim continuidade ao movimento iniciado em 2003.

Contudo, é sempre bom lembrar que, para que essa perspectiva favorável se consolide, será necessário, depois das eleições, com a volta à normalidade dos trabalhos no Congresso — após a fase de menor intensidade legislativa no segundo semestre de anos eleitorais —, encarar uma nova safra de reformas. Tal propósito requer solucionar os problemas regulatórios ainda pendentes, inclusive no setor de saneamento; estabelecer definitivamente o regime de autonomia do Bacen; aumentar os investimentos em infra-estrutura; e assumir a necessidade

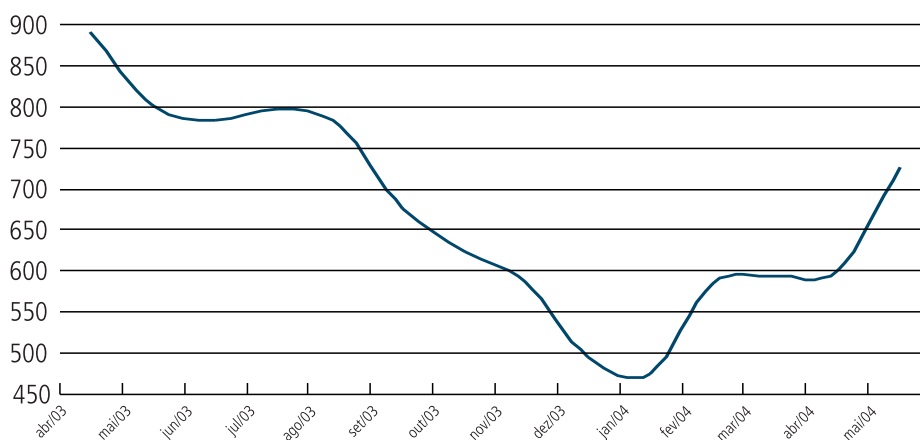
de uma nova reforma previdenciária. Isso porque o agravamento do déficit do INSS indica claramente que, por maiores que tenham sido os avanços das duas reformas já feitas, elas são insuficientes em face da gravidade do quadro de aumento contínuo das despesas com aposentados, o que vem comprimindo o espaço para o desenvolvimento das demais políticas públicas. Ao mesmo tempo, no sentido de estimular um maior crescimento através de aumentos de produtividade, será importante caminhar na direção de uma abertura maior da economia, que permita incorporar os avanços do progresso técnico associados à modernização do parque produtivo nacional.

A definição de uma nova agenda de reformas para 2005 — algumas das quais poderão envolver a aprovação de Emendas à Constituição, como no caso da necessária desvinculação do salário mínimo em relação ao piso previdenciário — se torna particularmente relevante no cenário que se avizinha de elevação das taxas de juros internacionais. De fato, as taxas de juros dos títulos de cinco e dez anos do Tesouro dos Estados Unidos situaram-se em 2003 em 2,9% e 4,1%, respectivamente — o menor nível das últimas décadas. Mesmo que não retornem ao ponto em que estavam em 2000, em ambos os casos acima de 6%, elas já estão hoje acima desse nível — em torno de 4,0% e 4,5%, respectivamente — e, ao que tudo indica, deverão continuar aumentando em 2005. A única forma de um movimento de alta das taxas de juros externas ser consistente com a desejada redução da taxa nominal Selic sem gerar efeitos perturbadores no mercado de câmbio, terá de ser através da redução do risco país, cuja evolução ao longo do ano em curso tem sido preocupante (Gráfico 6).

Nesse sentido, a demonstração de novos avanços no caminho das reformas será crucial para que, quando as taxas de juros no exterior estiverem em alta, haja uma percepção externa positiva e uma leitura favorável das tendências locais, evitando que se crie a imagem de um país que não aproveitou a “janela de oportunidade” da bonança externa. Essa imagem, no passado, causou movimentos de realocação de recursos com conseqüências negativas para diversos países emergentes, correta ou incorretamente vistos como claudicantes pelos analistas internacionais. Reduzir o risco país é, portanto, o grande desafio colocado para o Brasil nos próximos meses, através de passos concretos de uma nova agenda de reformas, que suceda às que foram aprovadas em 2003.

GRÁFICO 6

Brasil: C-Bond — Prêmio de Risco (Pontos Básicos)



Fonte: CSFB.

