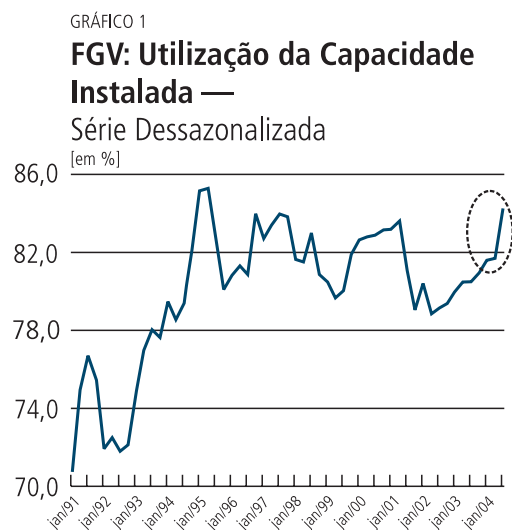


# PANORAMA CONJUNTURAL

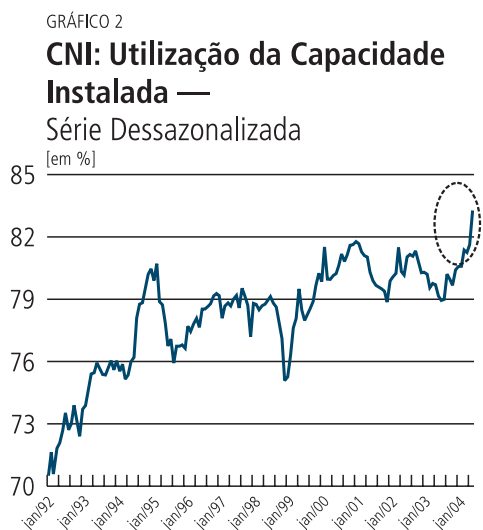
A economia brasileira voltou a dar sinais de haver recuperado o dinamismo. A taxa média de crescimento nos três últimos trimestres foi de 1,6% ao trimestre, ou 6,6% a.a. em termos anualizados. No último trimestre, observou-se também uma mudança na dinâmica do crescimento, com maior influência da demanda interna — associada ao crescimento do investimento e do consumo das famílias, já em parte refletindo a melhora do mercado de trabalho — e menor contribuição, porém ainda positiva, das exportações líquidas. As projeções de crescimento para 2004 e 2005 foram revistas para 4,6% e 3,8%, respectivamente.

O terceiro trimestre deve crescer ainda forte na comparação com o mesmo período do ano passado (5,6%),<sup>1</sup> mas espera-se uma desaceleração no dessazonalizado à medida que perdem força o impulso da queda dos juros reais do final do ano passado e o das exportações líquidas, agora que as importações voltaram a crescer de forma acelerada. Nos dois casos, o impacto tende a ser moderado, seja porque o crédito continua crescendo em termos reais, seja porque as exportações continuam em ritmo forte. Por fim, a utilização da capacidade instalada no setor industrial está alta em termos históricos e crescendo rapidamente.

Apesar desse aumento na utilização da capacidade instalada, a ampliação da capacidade produtiva já está ocorrendo, como se pode depreender do aumento do investimento há



Elaboração: IPEA/DIMAC.



Elaboração: IPEA/DIMAC.

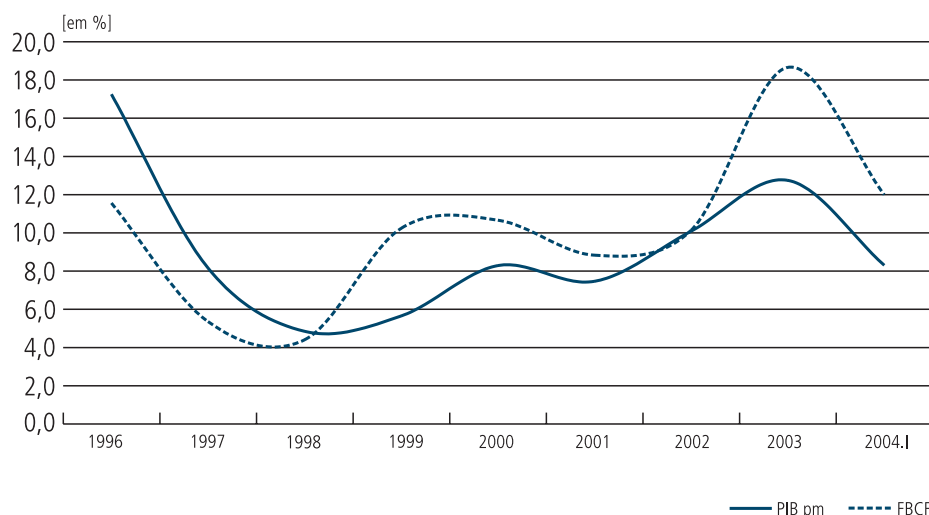
1. Indicador Ipea de julho da produção industrial: +11,2% na comparação com julho de 2003 e +1,4% de crescimento dessazonalizado em relação a junho.

quatro trimestres. O estímulo vem sendo dado pelas oportunidades de exportação, pela expansão do agronegócio, pela consolidação do arcabouço da política econômica, pelo aumento da confiança a partir do forte ajuste externo realizado e, mais recentemente, pela própria expansão da demanda interna. No último trimestre, a construção civil apresentou crescimento após quase 12 trimestres consecutivos de queda.

Os baixos níveis de investimento nos últimos anos sugerem que ele deveria ser aprofundado para sustentar o atual ritmo de crescimento do PIB. A taxa de investimento — enquanto formação bruta de capital fixo (FBCF) — a preços correntes caiu de um patamar de 19,5% do PIB, em torno do qual oscilou da segunda metade dos anos 1990 até 2002, para 18% do PIB, em 2003, mas deve subir este ano para algo entre 19% e 20% do PIB. Parte desse crescimento da relação investimento/PIB decorre do aumento dos preços dos bens de capital e insumos da construção civil em relação aos demais bens da economia, ou seja, decorre do aumento do custo do investimento. O Gráfico 3 mostra o comportamento do deflator implícito do PIB e da FBCF. Para 2004, a tendência parece ser de um novo aumento relativo do custo do investimento: a variação acumulada em 12 meses até julho do IPA–DI para máquinas e equipamentos é de 15,7%, a do INCC de 10,7% e a do IPCA de apenas 6,8%.

GRÁFICO 3

### PIB e FBCF — Variação Anual dos Deflatores Implícitos



Nos últimos cinco anos, o estoque de capital da economia cresceu a uma taxa em torno de 2% a.a. Para sustentar um crescimento do PIB de 5% a.a., o estoque de capital deveria crescer 5,6% a.a., e a taxa de investimento deveria ser de 25% do PIB. Dado o preço dos bens de investimento, isso coloca uma forte pressão sobre a poupança doméstica, já que a poupança externa caiu de cerca de 5% do PIB no final da década de 1990 para -1,5% do PIB estimado para 2004 — ou seja, o Brasil, por conta do ajuste externo realizado, passou de importador a exportador de poupança.

A poupança doméstica cresceu 3 pontos percentuais (p.p.) do PIB entre 1999 e 2002, compensando a redução da poupança externa no mesmo período. A poupança privada caiu pouco mais de 2 p.p., refletindo tanto a redução da parcela da renda disponível do setor privado no PIB quanto uma queda da própria taxa de poupança, principalmente das famílias. A poupança pública, por outro lado, aumentou — isto é, ficou menos negativa em 5,4 p.p.

TABELA 1

**Investimento e Poupança**

[em % do PIB]

Ano	Investimento			Poupança				
	FBCF	Var. Estoques	Total	Doméstica			Externa	Total
				Governo <sup>a</sup>	Privada	Total		
1995	20,5	1,7	22,2	-2,2	21,6	19,4	2,8	22,2
1996	19,2	1,7	20,9	-1,4	19,1	17,7	3,2	20,9
1997	19,9	1,6	21,5	-2,6	20,0	17,4	4,1	21,5
1998	19,7	1,4	21,1	-4,0	20,8	16,8	4,3	21,1
1999	18,9	1,3	20,2	-6,0	21,5	15,5	4,7	20,2
2000	19,3	2,3	21,6	-2,7	20,1	17,4	4,2	21,6
2001	19,5	1,7	21,2	-1,8	18,5	16,7	4,5	21,2
2002	18,3	1,4	19,7	-0,6	19,1	18,5	1,2	19,7
2003	18,0	2,0	20,0	n.d.	n.d.	20,8	-0,8	20,0

Fonte: IBGE; Elaboração - IPEA/Dimac/GAC.

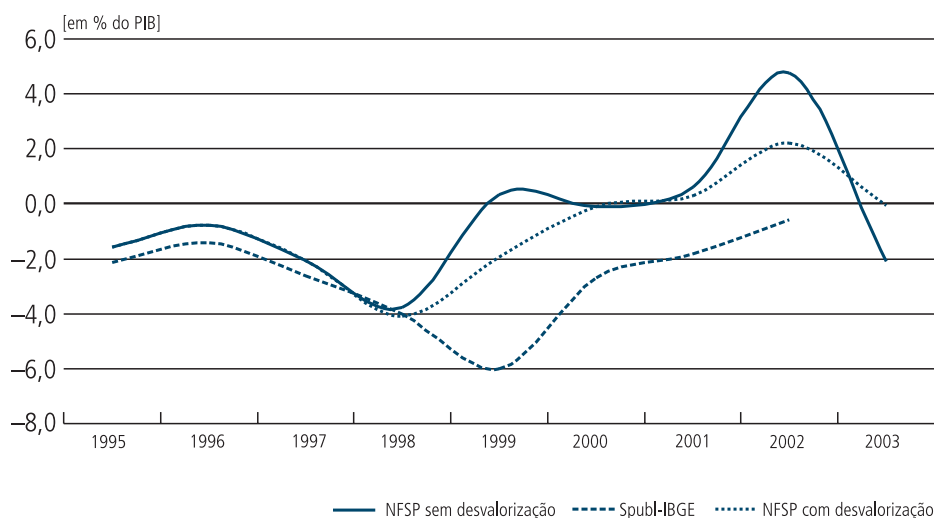
<sup>a</sup> Administrações Públicas.

n.d. Não disponível.

do PIB. O ajuste fiscal foi a contrapartida doméstica do forte ajuste externo, que implicou ainda queda de cerca de 0,5 p.p. do PIB da FBCF.

Em 2003, a poupança doméstica aumentou 2,3 p.p., novamente contrapondo-se a uma redução de 2 p.p. da poupança externa. Os dados de poupança por setor institucional para 2003 só estarão disponíveis com a divulgação das contas anuais, mas existe uma forma de contabilizar a poupança do setor público a partir das estatísticas de finanças públicas, que é conceitualmente equivalente à das contas nacionais, a menos de diferenças de mensuração provavelmente associadas ao tratamento dado aos juros e ao impacto das variações cambiais sobre a dívida pública. A trajetória da poupança pública desde 1995, segundo as duas metodologias de cálculo, é mostrada no Gráfico 4, onde a estimativa a partir dos dados de necessidades operacionais de financiamento é apresentada de duas formas: com e sem os efeitos da desvalorização cambial.

GRÁFICO 4

**Poupança Pública: IBGE *versus* NFSP**

No gráfico, a poupança das administrações públicas é calculada pela diferença entre o investimento público e o déficit operacional (com e sem desvalorização) e pelas Contas Nacionais. O aumento da poupança pública em 2002 pelo conceito das NFSPs operacionais pode ser explicado pela forte redução dos juros reais — reflexo da aceleração da inflação —, embora quando o efeito da desvalorização cambial é considerado o aumento seja menor. Esse movimento só é captado parcialmente nas Contas Nacionais. Em 2003, ao contrário, apesar da elevação do superávit primário, os juros reais subiram muito, e a poupança do setor público deve ter declinado. Como a poupança doméstica aumentou 2,3 p.p. do PIB (Tabela 1), isso significa que a reação da poupança privada deve ter sido muito forte.

Em 2002, a poupança das famílias correspondia a pouco mais de 1/3 da poupança do setor privado, o restante vindo de empresas financeiras e não-financeiras. A melhora da situação dos negócios das empresas, como parece ter ocorrido no ano passado e, se espera, continuará a ocorrer neste ano e nos próximos, tende, portanto, a favorecer o aumento da poupança privada. Do lado da poupança pública, a redução dos juros reais este ano contribuirá para reverter a piora do ano passado e a poupança pública deve voltar a ser positiva, em torno de 1% do PIB, mas é difícil imaginar que se possa atingir os níveis de investimento requeridos para aumentar de forma sustentada o crescimento sem um esforço adicional por parte do setor público. Isso pode ser alcançado por uma combinação de redução de pagamento de juros reais, crescimento do superávit primário e aumento da proporção do investimento no gasto público. Alternativamente, para um mesmo resultado primário, pode-se pensar em redução da carga tributária como forma de aumentar a renda disponível do setor privado.

### **A POUPANÇA EXTERNA**

Para fechar o “hiato” entre a poupança doméstica e o investimento, uma possibilidade seria voltar a contar com a poupança externa, lembrando sempre que déficits em conta corrente têm de ser financiados por investimentos diretos, por dívida, ou por redução de reservas — todos representando um aumento do passivo externo líquido do país. A Tabela 2 é útil para representar o contexto em que essa estratégia deve ser decidida. Ela mostra, basicamente, duas coisas. Primeiro, que na fase mais aguda da crise externa, no período 1999-2002, o setor privado — incluindo o setor público financeiro — reduziu sua dívida externa de US\$ 128 bilhões em 1998 para US\$ 100 bilhões em 2002, enquanto a combinação de venda de reservas por parte do Banco Central (Bacen) e de “pacotes” de ajuda financeira do FMI fez a dívida externa líquida do setor público aumentar de US\$ 51 bilhões para US\$ 73 bilhões no mesmo período. Segundo, que a dívida externa líquida total do país caiu de forma contínua nos últimos cinco anos, passando de US\$ 189 bilhões em 1999 para US\$ 155 bilhões na última posição divulgada de 2004.

Em face da evidência de que o problema externo — associado aos níveis elevados do passivo brasileiro — vem sendo enfrentado de forma apropriada nos últimos anos e levando em conta os percalços que o alto endividamento acarretou no passado em mais de uma ocasião ao país, é desejável que essa estratégia de redução do endividamento externo tenha continuidade. Em particular, a inflexão verificada na trajetória da dívida externa líquida do setor público — que vem diminuindo no atual governo, depois do grande aumento observado no governo passado — deveria prosseguir para diminuir a vulnerabilidade da dívida pública às oscilações do câmbio.

A conveniência de continuar a reduzir o endividamento externo — pelo menos em termos relativos e, de preferência, também em termos absolutos — fica evidente quando se

TABELA 2

**Endividamento Externo Brasileiro**

[US\$ bilhões]

Composição	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004(Maio)
Dívida Externa Total	200,0	223,8	225,6	216,9	209,9	210,7	214,9	207,2
Curto Prazo	36,7	26,3	26,6	27,4	27,6	23,4	20,2	20,8
Setor Privado <sup>a</sup>	31,0	22,9	23,3	24,8	27,2	23,3	20,2	20,8
Setor Público	5,7	3,4	3,3	2,6	0,4	0,1	0,0	0,0
Médio/Longo Prazo	163,3	197,5	199,0	189,5	182,3	187,3	194,7	186,4
Setor Privado <sup>a</sup>	83,3	105,5	101,6	99,7	89,5	77,0	74,9	71,8
Setor Público	80,0	92,0	97,4	89,8	92,8	110,3	119,8	114,6
Memo: Reservas	52,2	44,6	36,3	33,0	35,9	37,8	49,3	50,5
Dívida ext. líquida	147,8	179,2	189,3	183,9	174,0	172,9	165,6	156,7
Setor Privado <sup>a</sup>	114,3	128,4	124,9	124,5	116,7	100,3	95,1	92,6
Setor Público	33,5	50,8	64,4	59,4	57,3	72,6	70,5	64,1

Fonte: Bacen.

<sup>a</sup> Inclui setor público financeiro.

observam os indicadores da Tabela 3, que mostram a relação dívida externa líquida/exportações de bens de um conjunto de países, em 2003. Em que pese o fato de que o Brasil melhorou substancialmente os seus indicadores de solvência externa após a desvalorização de 1999, eles ainda continuaram sendo relativamente desconfortáveis, em termos relativos, na comparação com outros países. De fato, a relação dívida externa líquida/exportações de bens, que em 2003 no Brasil diminuiu para 2,3, no mesmo ano foi, por exemplo, de apenas 1,5 para o Chile, 0,6 para o México, 0,1 para a Coreia do Sul e negativa no caso da China — onde as reservas internacionais são maiores do que a dívida externa bruta, conforme os dados da OCDE. Embora se espere uma redução importante desse indicador no Brasil em 2004, estimando-se que atualmente já se encontre em torno de 1,7, ele continuará sendo largamente superior ao da maioria dos países da Tabela 3.

TABELA 3

**Dívida Externa Líquida/Exportações de Bens — 2003**

Países	Coefficientes da Dívida Externa Líquida/Exportações Bens
Argentina	5,6
Uruguai	5,1
Brasil	2,3
Turquia	1,9
Chile	1,5
Filipinas	1,3
Venezuela	0,7
Hungria	0,7
México	0,6
Rússia	0,5
Polônia	0,5
Coreia do Sul	0,1
Malásia	0,1
China	-0,6

Fontes: Para o Brasil, Bacen. Para os demais países, FMI.

São indicadores como esses que em parte explicam por que, apesar do significativo esforço fiscal feito pelo país nos últimos anos e a despeito do fato de o Brasil não ter declarado uma moratória da sua dívida — como chegou a fazer a Rússia —, os indicadores de risco país e de *rating* brasileiro deixam a desejar na comparação com os de países com indicadores muito baixos de endividamento externo, ainda que com um histórico recente pior do que o nosso no que diz respeito a outras variáveis. Por outro lado, déficits em conta corrente não são necessariamente inconsistentes com a melhora do indicador dívida/exportações caso as exportações continuem a crescer em ritmo elevado.

É possível que o cenário externo para o Brasil melhore nos próximos meses. De um lado, a instabilidade financeira internacional do segundo trimestre já se reduziu bastante com a consolidação de uma perspectiva de elevação gradual das taxas de juros americanas. De outro, os dados recentes sobre o crescimento reforçam a sustentação política do atual arcabouço macroeconômico, aumentando a confiança de investidores externos. Ainda assim, uma pergunta relevante é que postura o país deve adotar diante dessas mudanças de percepção, e se cabe assumir uma atitude prudente no sentido de evitar que se repitam problemas observados no passado ligados às oscilações do financiamento externo. Na perspectiva da necessidade de elevar a taxa de investimento, isso implica escolher se deve o país procurar manter a atual situação da sua conta corrente — a duras penas conseguida em 2003/2004 — ou se seria mais razoável aceitar a possibilidade de se voltar a exibir déficits nessa rubrica. O ponto central é se o governo deve ser passivo ou ativo em face das mudanças de humor dos mercados internacionais, principalmente quando a mudança de humor é para melhor.

Uma postura passiva implica “surfar” a onda de otimismo e permitir uma apreciação maior do câmbio. Ela é tentadora em um momento em que pressões inflacionárias ameaçam a estabilidade no curto prazo, além de viabilizar uma contribuição maior da poupança externa a médio prazo. Dentre os argumentos favoráveis a esta posição, encontra-se a avaliação de que os problemas experimentados no passado teriam sido causados não pelo déficit externo em si, mas pela inadequação da política fiscal (1995-1998) e pelas dúvidas acerca da manutenção da austeridade fiscal (2002). Nessa visão, se tais problemas não tivessem existido, as crises não teriam tido a dimensão que tiveram naqueles dois anos e o financiamento externo não teria sido cortado da forma abrupta como o foi.

A visão alternativa implica postura mais cautelosa de modo a evitar que o país se torne “refém” das oscilações dos mercados internacionais, cuja volatilidade aumentou muito nos últimos anos. Além disso, embora reduzir significativamente um déficit em conta corrente seja um processo traumático, o ajuste já foi feito, de tal forma que, de agora em diante, o desafio estaria em mudar a composição da demanda, mediante uma redução da proporção dos gastos em consumo na renda e um aumento da taxa de investimento.

Embora, realisticamente, seja difícil imaginar um quadro de restrição creditícia tão severo como o de 2002 — quando o fluxo de entrada bruta de novos recursos praticamente cessou —, mesmo uma retração parcial da entrada de recursos poderia causar problemas importantes, caso o país volte a se acomodar diante da possibilidade de financiar déficits em conta corrente relativamente expressivos. Uma conta simples ajuda a entender a questão: 2% do PIB correspondem a aproximadamente US\$ 10 bilhões. Se o país passar a ter déficits em conta corrente dessa magnitude e houver uma redução de financiamento externo nesse montante entre um ano e outro, o Brasil teria de aumentar as exportações e/ou reduzir importações nesse valor em um período de 12 meses, o que pode exigir grandes sacrifícios de curto

prazo se não se puder contar com reservas líquidas em volume significativo para amortecer os efeitos da volatilidade.

Em resumo, é desejável evitar que o país volte a ter déficits importantes da sua conta corrente no horizonte dos próximos anos. Mesmo em uma situação de bonança, como a do começo do ano ou aquela que se desenha à frente, o governo deveria aproveitar para recompor o nível das reservas líquidas, evitando que a taxa de câmbio fique sujeita a uma volatilidade excessiva. Cabe lembrar que o nível das reservas internacionais líquidas era de apenas US\$ 16 bilhões em 2002, tendo aumentado para US\$ 21 bilhões no final de 2003 e para US\$ 25 bilhões atualmente, mas, idealmente, deveria continuar a crescer no decorrer dos próximos anos.

Se, partindo de um superávit em conta corrente de aproximadamente 1,5% do PIB em 2004, daqui a três ou quatro anos o país tiver um déficit moderado, de aproximadamente 1% do PIB, a poupança externa estará contribuindo com um adicional da ordem de 2,5% do PIB para o aumento da taxa de investimento em relação a 2004, deixando o restante para o esforço doméstico, seja na forma de aumento da poupança pública e/ou do setor privado.

Na prática, porém, o país ainda dependerá, por alguns anos, da geração de superávits comerciais robustos para evitar os efeitos da volatilidade dos fluxos de financiamento externo. Em uma eventual situação de bonança, a recomposição das reservas líquidas será um fator importante para consolidar a posição em divisas do Bacen e impedir uma apreciação excessiva da taxa de câmbio. Se as recentes turbulências nos mercados internacionais, ligadas à perspectiva de alta dos *Fed funds* do nível de 1 % para até 4 % em 2005, tiveram efeitos muito inferiores aos que teriam se verificado no Brasil em anos anteriores, foi porque, diante de superávits comerciais na vizinhança de US\$ 30 bilhões, vale o raciocínio de que “ninguém especula contra os fluxos”. Isso funcionou como um trunfo para as autoridades, impedindo uma disparada da cotação cambial. É importante que esse ativo seja preservado, pelo menos enquanto o país não dispuser de uma posição mais sólida de reservas líquidas, que demorará algum tempo até ser constituída.

