

PANORAMA CONJUNTURAL

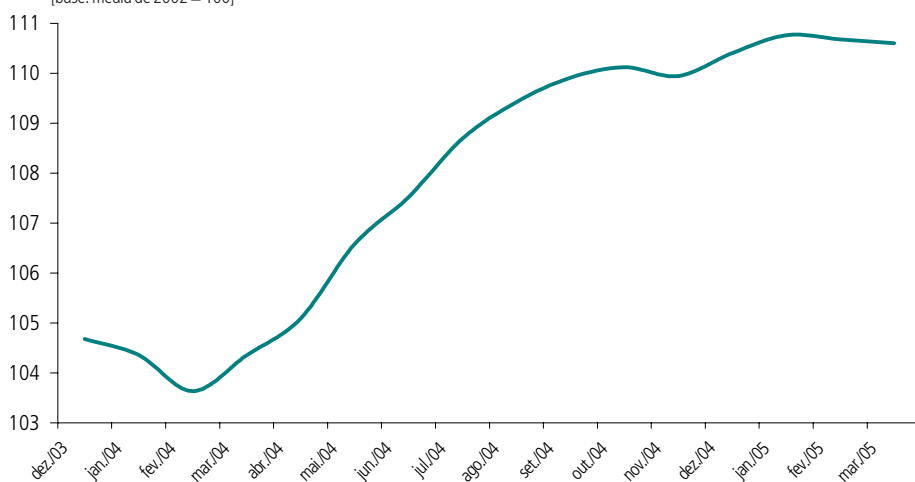
No decorrer do primeiro semestre do ano, acentuaram-se os sinais de um gradual arrefecimento do processo de expansão da economia brasileira, iniciado no terceiro trimestre de 2003 (Tabela 1). A indústria, conforme o indicador da Pesquisa Industrial Mensal-Produção Física (PIM-PF), após expansão de 8,3% em 2004, teve crescimento anual de apenas 3,8% no primeiro trimestre de 2005 (Gráfico 1). Segundo a Confederação Nacional da Indústria (CNI), as vendas reais do setor — desde 2003, o destaque do processo de expansão — seguiram trajetória similar e cresceram apenas 2,6% até abril, após a alta expressiva de 14,3% verificada em 2004 (Gráfico 2). O indicador de utilização mensal de capacidade da CNI, pelo conceito dessazonalizado, teve quedas em cinco dos seis últimos meses (Gráfico 3). Por fim, o próprio desempenho do Produto Interno Bruto (PIB), com crescimento dessazonalizado de apenas 0,3% no primeiro trimestre do ano, acabou por

TABELA 1
TAXAS DE CRESCIMENTO ACUMULADAS
[em %]

Período	PIM-PF	CNI-Vendas Reais	PMC
2004 (Ano)	8,3	14,3	9,2
2005 Janeiro	5,9	1,2	6,2
Fevereiro	5,0	3,3	3,8
Março	3,8	2,5	5,9
Abril		2,6	

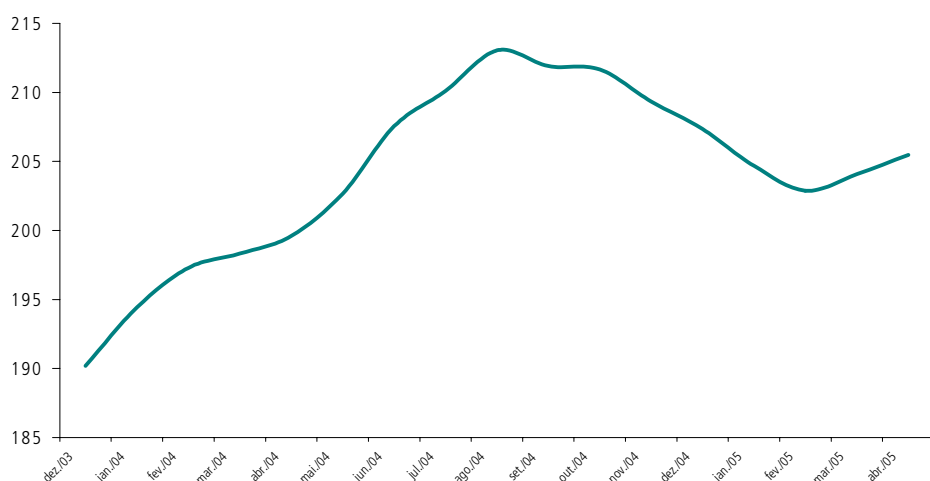
Fontes: IBGE e CNI.

GRÁFICO 1
PESQUISA INDUSTRIAL MENSAL: PRODUÇÃO FÍSICA — MÉDIA MÓVEL TRIMESTRAL DESSAZONALIZADA
[base: média de 2002 = 100]



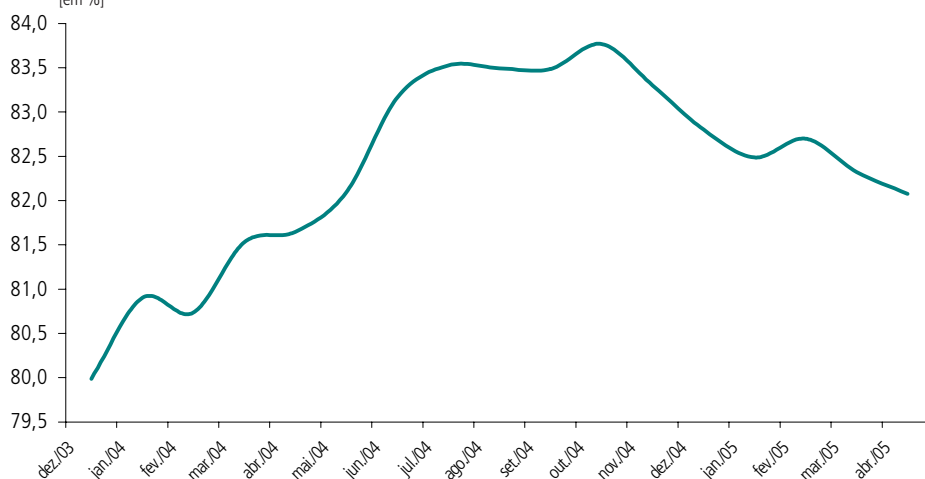
Fonte: IBGE.

GRÁFICO 2
VENDAS REAIS DA INDÚSTRIA — MÉDIA MÓVEL TRIMESTRAL DESSAZONALIZADA
 [base: média de 1992 = 100]



Fonte: CNI.

GRÁFICO 3
UTILIZAÇÃO DA CAPACIDADE INSTALADA — SÉRIE DESSAZONALIZADA
 [em %]



Fonte: CNI.

consolidar a percepção de desaceleração, já que seria o segundo trimestre consecutivo de crescimento modesto ante taxas médias de expansão trimestral de 1,5% entre o final de 2003 e o terceiro trimestre de 2004.

Em contraste, o desempenho do setor externo vem surpreendendo positivamente, e, a exemplo do observado nos últimos dois anos e meio, mês após mês as projeções de superávit da balança comercial foram revistas para cima ao longo dos primeiros meses de 2005. Mesmo que a perspectiva seja de que esse processo de aumento contínuo do saldo da balança comercial esteja próximo do ponto de reversão, tudo indica que não será do resultado em conta corrente que virão surpresas negativas, capazes de ameaçar o crescimento econômico a curto e médio prazos. Na verdade, existe, até mesmo, algum espaço de manobra, uma vez que não há nenhuma necessidade de o Brasil continuar a gerar superávits nessa rubrica indefinidamente.

Cabe explorar algumas questões ligadas aos determinantes dessa desaceleração do crescimento, de modo a entender, também, as perspectivas de sua reversão. Duas questões principais se colocam: *a)* qual a intensidade da desaceleração em curso e que fatores devem influenciar sua duração; e *b)* de que forma a política econômica pode mitigar os efeitos da desaceleração e revigorar o processo de retomada sem comprometer o objetivo de manter a inflação em trajetória consistentemente declinante.

Em relação ao primeiro ponto, as projeções apresentadas neste boletim sugerem que a desaceleração pode não ser longa, permitindo já a partir do terceiro trimestre do ano o retorno a taxas de variação em torno de 1% ao trimestre. O crescimento médio anual, contudo, será relativamente baixo (2,8%). A recuperação pressupõe que pelo menos a perspectiva de reversão da política monetária — à medida que se consolidem os sinais de queda das taxas mensais de inflação — fique clara já a partir de meados do terceiro trimestre. Além disso, compensando a redução da contribuição das exportações líquidas, haverá o impacto do novo salário mínimo (SM) sobre a demanda e uma política fiscal potencialmente mais expansionista relativamente ao primeiro quadrimestre deste ano.

O comportamento do PIB no primeiro trimestre trouxe elementos que inspiram alguma preocupação quando o foco se desloca para o médio prazo. Em particular, a taxa de crescimento real da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) em relação ao mesmo período de 2004 foi de 2,3%, o que representa uma forte desaceleração ante as taxas registradas ao longo de 2004. Na margem, a variação foi de -3% em termos dessazonalizados, a segunda queda consecutiva após cinco trimestres de crescimento. A análise dos dados de investimento no primeiro trimestre, contudo, requer alguma cautela. Em primeiro lugar, o consumo aparente de bens de capital esconde um comportamento bastante desigual em termos de seus componentes. Embora a produção de bens de capital tenha crescido apenas 2,5% em relação a igual período de 2004, este resultado está muito influenciado pelo desempenho negativo da produção de máquinas e de peças e implementos agrícolas, que tiveram quedas de 29% e 69%, respectivamente. Excluindo-se esse segmento, a produção de bens de capital teria crescido 7,2% no trimestre. Em segundo lugar, os dados da construção civil também indicam forte desaceleração quando se olha o desempenho do setor pela ótica dos insumos por ele utilizados. No entanto, o crescimento modesto do primeiro trimestre (0,7%) também encobre uma forte disparidade em termos dos componentes dos insumos da construção civil, sendo influenciado, aparentemente, pela queda na produção de aço para o setor em decorrência da formação de estoques do produto ocorrida no final do ano passado em antecipação a um possível aumento de preços. Assim, a produção de aços longos registrava estabilidade na comparação anual até março — em abril, passou a crescimento de 1,4%, segundo o Instituto Brasileiro de Siderurgia (IBS) —, enquanto a produção de cimento aumentava 8,1% na mesma comparação.

Se essas qualificações forem relevantes e a desaceleração do crescimento em 2005 não afetar muito o investimento — a projeção apresentada neste boletim é de expansão de 4,8% no ano, menor que em 2004, mas ainda compatível com o aumento da taxa em relação ao PIB —, a expansão da oferta e da demanda — claramente desiguais em 2004 — poderá voltar a acelerar-se a partir do segundo semestre, convergindo para um crescimento mais expressivo em 2006. As taxas de variação do produto potencial e do PIB estariam alinhadas, logo não haveria, em princípio, razões para temer uma reaceleração da inflação. A imagem que melhor refletiria o quadro atual seria então a de uma “freada de arrumação”, após a qual se poderia retomar o crescimento, já sem maiores solavancos e com a taxa de investimento a

caminho de 21% a 22% do PIB em 2006. Para isso, porém, o investimento teria de se recuperar no segundo semestre do ano.

O comportamento do investimento deve refletir a percepção de quão prolongada tende a ser a desaceleração. Mesmo em um contexto de alta dos juros, é possível que a percepção de uma desaceleração curta não altere significativamente as decisões de investimento. O fato de que as taxas de juros mais longas sinalizam a expectativa de uma reversão do atual aperto monetário (ver Seção Política Monetária) poderia estar revelando que o investimento não seria severamente afetado pela atual desaceleração. Se isso for verdade, é possível imaginar a retomada do crescimento sustentado a taxas da ordem de 4% a.a. ou mais na segunda metade da década. A médio prazo, porém, isso exigiria três condições importantes, de modo que a retração do crescimento em 2005 seja seguida por uma aceleração posterior da velocidade da expansão.

Em primeiro lugar, a estratégia requer que o país faça um *maior esforço de poupança*, para não depender, no futuro, apenas do financiamento através da poupança externa, nem sempre desejável pelo risco de interrupções, como o Brasil pôde testemunhar diversas vezes ao longo da sua História e, em particular, nas crises que viveu de 1995 a 2002.¹ Nesse sentido, é útil olhar a Tabela 2, onde se mostra como se forma a poupança do governo. Os dados para essa variável vão apenas até 2003, pelo fato de que tais indicadores só são disponibilizados pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) com a divulgação

TABELA 2
POUPANÇA PÚBLICA — 2003

Variáveis	% do PIB
Total da Receita (A)	36,8
Impostos e Contribuições Efetivas	34,0
Outras Receitas ^a	2,8
Despesas Correntes Primárias (B)	31,5
Despesas de Consumo Final	19,9
Outras Despesas	11,6
Subsídios	0,2
Benefícios Sociais e Assistenciais	14,8
Ajustamento ^b	0,7
(-) Contribuições Imputadas ao Empregador — RJU ^c	-4,1
Juros Reais do Governo Central, Estados e Municípios ^d (C)	6,9
Poupança da Administração Pública (D = A - B - C)	-1,6

Fontes: IBGE, Bacen. Tabela extraída de Giambiagi, F. e Montero, F., *O ajuste da poupança doméstica no Brasil: 1999/2004*, IPEA, mar. 2005, mimeo (Tabela 15).

^a Dividendos, retiradas, renda da terra e de propriedade atribuída a detentores de apólices de seguros e transferências correntes líquidas.

^b Ajustamento pela variação da participação líquida das famílias nos fundos de pensões, FGTS e PIS-Pasep.

^c Nas contas intermediárias, o IBGE inclui uma receita "virtual" denominada "contribuições imputadas", que representa o déficit previdenciário do funcionalismo (contribuições menos os benefícios do funcionalismo). Tal conta entra como custo imputado no valor da produção e, conseqüentemente, do consumo da administração pública. A variável foi incluída no lado das despesas, subtraída do valor destas, para evitar uma dupla contagem com o total de benefícios pagos.

^d Dado do Bacen utilizado no cálculo do resultado operacional (exclui empresas estatais).

1. No momento, temos uma despoupança externa, ou seja, a poupança externa é negativa.

das Contas Nacionais completas — praticamente um ano após o fechamento do exercício — e, por este motivo, os dados de 2004 só serão conhecidos no fim do ano em curso. De qualquer forma, o que interessa não é tanto o número em si, mas a compreensão conceitual do significado das variáveis.

O ponto fundamental que se deseja frisar é que o item “outras despesas”, que em 2003 correspondia a aproximadamente 12% do PIB, representa, basicamente, transferências às famílias, que afetam, conseqüentemente, a renda e o consumo privado (Tabela 2).² O elemento crítico disso é que uma mesma poupança pública pode estar associada a diferentes impactos sobre a poupança privada. Em particular, o modelo de crescimento simultâneo da carga tributária e das despesas, com ênfase naquelas de caráter assistencial e previdenciário — característica por excelência do ajuste pós-1998 que foi conservada pelo governo atual —, gera efeitos perversos sobre a poupança privada por conta de seus efeitos redistributivos. Isso porque o aumento de impostos retira renda disponível do setor privado, parte da qual seria poupada, e, ao mesmo tempo, transfere renda para outros agentes também privados — aposentados e pensionistas e indivíduos de baixa renda — cuja propensão a consumir é da ordem de 100%. A resultante disso é que o aumento, em simultâneo, de receitas e despesas pode deixar intacta a poupança pública, mas prejudica a formação de poupança da economia como um todo, pelo efeito nocivo sobre a poupança privada. O corolário desse raciocínio é que: *a)* é necessário reforçar o ajuste fiscal para aumentar a poupança pública; e *b)* é preciso adequar a magnitude dessas transferências, mesmo quando plenamente justificáveis à luz dos objetivos de equidade, para minimizar o efeito negativo sobre a poupança da economia e, conseqüentemente, o crescimento futuro do país.

A segunda condição importante a ser respeitada para que a perspectiva de crescimento não se frustre é o equacionamento das questões pendentes para a definição de um *marco regulatório* estável que viabilize os investimentos necessários para superar os gargalos nas áreas críticas da infra-estrutura. Sem essa solução será impossível crescer a taxas maiores, em face da impossibilidade física de suprir com importações a insuficiência de oferta em certas áreas dos serviços. De particular importância, nesse campo, são questões como: *a)* o aumento do investimento público nas áreas de transporte e logística, o que é mais um fator a recomendar moderação na expansão das despesas correntes; *b)* o deslanche do processo de regulamentação e montagem da engenharia financeira das parcerias público-privadas (PPP); *c)* a melhoria do sistema portuário; *d)* a agilização da concessão de licenças ambientais, para a construção de novas usinas hidroelétricas; e *e)* o aperfeiçoamento do modelo do setor elétrico, visando atrair um montante maior de investimentos privados dispostos a assumir riscos de longo prazo.

Por último, a terceira condição importante para alavancar um processo de crescimento sustentado deve ser a *melhoria do sistema tributário*. Conforme discutido em Nota Técnica neste boletim, não apenas a carga tributária vem crescendo sistematicamente nos últimos anos, atingindo níveis sem paralelo entre países com grau de desenvolvimento semelhante ao brasileiro, mas também a estrutura tributária deixou de atender aos objetivos de eficiência econômica. A nota destaca três aspectos negativos da atual estrutura tributária: o peso ainda elevado dos impostos cumulativos, com fortes distorções alocativas; a profusão de legislações tributárias em nível estadual, estimulando a guerra fiscal e a própria evasão de

2. As despesas com benefícios e assistência social dessa tabela, em particular, aumentaram mais de 2 p.p. do PIB entre 1997 e 2003, conforme os dados do IBGE.

impostos; e a tributação excessiva sobre a folha salarial, que distorce a utilização dos fatores de produção e incentiva a informalidade.

A nota destaca que os efeitos se manifestam sob a forma de redução da competitividade da produção doméstica — prejudicando especialmente as exportações — e do próprio crescimento futuro, ao incidirem também de forma intensa sobre os investimentos. Nesse sentido, as medidas em gestação para desonerar ainda mais os bens de capital apontam na direção correta e podem resultar em impulso efetivo à retomada do investimento.

Do ponto de vista da melhor estratégia para conciliar a retomada do crescimento com a continuidade do processo de queda da inflação observado ao longo do atual governo, depois do aumento da variável em 2001/2002, dois aspectos são fundamentais:

- a maior contribuição da política fiscal para o esforço antiinflacionário; e
- a dosagem adequada da velocidade do processo de diminuição da inflação.

A despeito da elevação do resultado primário do setor público consolidado nos primeiros quatro meses do ano, de 6,1% do PIB em 2004 para 7,3% do PIB este ano, a evolução do gasto público tem se chocado nos últimos meses com a política monetária. Enquanto esta tem sido pautada pelo rigor, procurando obter um processo de desinflação relativamente rápido — ainda que com resultados até agora modestos —, os gastos do Governo Central cresceram 7,5% reais no período janeiro-abril relativamente a igual período de 2004 (Tabela 3). Os destaques foram a expansão das transferências a estados e municípios, com um aumento de mais de 13% associado ao expressivo incremento da arrecadação do IPI, e o forte crescimento real de mais de 11% das despesas do Instituto Nacional de Seguridade Social (INSS) — em parte pelo salto do dispêndio com auxílio-doença — mesmo antes da incidência do reajuste real de cerca de 7% do SM, que afetará as contas a partir de junho. É importante lembrar que em 2004 o gasto primário total já se tinha expandido em torno de 10% em termos reais.

O outro aspecto relevante que cabe levar em consideração na avaliação do ritmo de expansão futura da economia é a velocidade do processo de desinflação. Uma avaliação sobre o tema requer que se insira a situação brasileira no contexto da inflação observada no resto do mundo. Nesse sentido, por qualquer avaliação que se faça, a taxa brasileira é elevada: nos últimos cinco anos, a média anual de aumentos do Índice de Preços ao Consumidor foi de 2,6% nos Estados Unidos; 3,2% na Coréia do Sul; 2,6% no Chile; 2,3% no Peru e 3,1% na

TABELA 3
VARIAÇÃO REAL 2005 VERSUS 2004
[acumulado janeiro/abril (deflator: IPCA)]

	Crescimento
Gasto Primário Total	7,5
Transferências Estaduais e Municipais	13,2
Pessoal	-1,6
Benefícios Previdenciários	11,1
Outros	7,1
Loas/RMV	13,8
Demais	6,5

Fonte: STN. Deflator: IPCA.

Bolívia. Ou seja, comparando a taxa de variação dos preços no Brasil prevista para 2005 — entre 6% e 7% — com a da economia mais importante do mundo; com o país emergente mais bem-sucedido do pós-guerra; com a economia mais pujante da América Latina; ou até mesmo com países da região que passaram por processos de altíssima inflação nos anos 1980, a inflação no Brasil é de aproximadamente o dobro ou mais. Esse deve ser o ponto de partida para qualquer análise sobre o tema e deve conduzir à conclusão de que a inflação brasileira, primeiro, é elevada; e, segundo, precisa diminuir. Além de ceder, é crucial que a inflação se localize dentro do intervalo de tolerância definido pelo regime de metas, sob pena de o processo de reconstrução da credibilidade das mesmas, após os desvios de 2001 e especialmente de 2002, vir a ser perigosamente prejudicado.

Por outro lado — aceita a premissa de que o Brasil deve, a longo prazo, procurar convergir para níveis de inflação próximos à inflação internacional, o que, como estágio intermediário, levaria a ter um alvo em torno de 4,0% a ser atingido em algum momento até o final da década —, é possível argumentar em favor de uma estratégia que seja consistente com a viabilização de um processo duradouro de queda dos juros, associado a certa moderação da velocidade de queda da inflação. Isso poderia ser alcançado com a repetição da meta de inflação de 2006, de 4,5%, também em 2007. Dessa forma, o Conselho Monetário Nacional (CMN) — responsável pela definição, que deverá ser feita até o final do mês — estaria, de certa forma, repetindo decisão semelhante adotada em junho de 2004, quando a definição da meta para 2006 reproduziu a de 2005 (então fixada em 4,5%). Posteriormente, a meta de 2005 seria revista para cima, para 5,1%, em função de choques de preços externos ocorridos ainda no segundo semestre de 2004.

Ao ampliar o horizonte do regime de metas, e dado que a inflação atual encontra-se razoavelmente acima da meta para o ano corrente, haveria espaço para uma convergência gradual ao objetivo intermediário de 4,5%. O efeito sobre as expectativas inflacionárias não seria significativo diante dos resultados mais recentes, que já começam a refletir — seja no atacado, seja nos preços ao consumidor — a apreciação da taxa de câmbio e a própria desaceleração do ritmo de crescimento. Isso levou, inclusive, à redução do risco de que o Índice Nacional de Preços do Consumidor Amplo (IPCA) tenha variação superior ao teto do intervalo de tolerância. Ao mesmo tempo, a inflação seria mantida em clara trajetória de queda pelo quarto ano consecutivo, depois dos 13% de 2002, 9% de 2003, 8% de 2004 e, aproximadamente, 6% projetados para 2005 neste boletim.

A possibilidade de o país se beneficiar de uma trajetória declinante da taxa de juros ao longo da maior parte do que resta do ano, e de que esta possa se prolongar durante todo o ano de 2006, dependerá, crucialmente, da dimensão do superávit primário que for registrado de agora em diante. Isso porque, considerando os dados já observados até agora do resultado fiscal, o estrito cumprimento da meta primária de 4,25% do PIB — muito inferior ao superávit verificado recentemente — implicaria, na prática, um relaxamento da política fiscal, que tenderia, nesse caso, a limitar a velocidade de queda dos juros (Tabela 4). Para que esta seja consistente com o objetivo de manter a inflação em queda, *seria recomendável, especialmente levando em conta a magnitude do resultado fiscal acumulado nos últimos 12 meses, que esse esforço se consolidasse e o governo ampliasse a meta de superávit primário para algo em torno de 5% do PIB, não apenas para 2005, como também para 2006.* Isso representaria uma contribuição decisiva para gerar expectativas favoráveis para o próximo ano e dependeria de uma contribuição importante dos gastos primários, cujo ritmo de expansão terá de ser contido em relação ao que foi observado nos últimos 18 meses.

TABELA 4
RESULTADO PRIMÁRIO DO SETOR PÚBLICO
 [% do PIB]

Composição	2004 (Ano)	Últimos 12 Meses até Abril de 2005
Governo Central	2,96	3,20
Tesouro + Bacen	4,77	5,05
INSS	-1,81	-1,85
Estados e Municípios	0,99	1,09
Estados	0,91	0,92
Municípios	0,08	0,17
Empresas Estatais	0,64	0,74
Federais	0,51	0,58
Estaduais	0,13	0,16
Municipais	0,00	0,00
Total Primário	4,59	5,03

Fonte: Bacen.

A intensidade do crescimento a ser observado em 2006, após a queda da taxa de expansão registrada em 2005, dependerá, então, do encaminhamento das questões estruturais de médio prazo citadas anteriormente e da possibilidade de algum relaxamento da política monetária — tanto em função da maior ou menor contribuição da política fiscal durante 2005/2006 para o combate à inflação como do deslocamento para 2007 do cumprimento efetivo da meta de inflação de 4,5%. Tudo isso, é claro, supondo que o cenário externo mantenha-se moderadamente favorável, especialmente no que se refere à evolução das nossas exportações.