

PANORAMA CONJUNTURAL

No momento em que a forte queda da inflação abre espaço para uma redução importante da taxa de juros ao longo dos próximos meses, a questão de qual deveria ser o ritmo de crescimento sustentável da economia brasileira a curto e médio prazos volta a ocupar lugar de destaque no debate econômico. A relevância do assunto é evidente, não só pelo interesse geral de que o país cresça mais, como também pela circunstância de o Brasil estar se encaminhando rumo a um ano de eleições, quando as políticas serão avaliadas pelo eleitorado em função dos resultados observados.

Nesse sentido, é útil fazer uma reflexão acerca dos três processos de recuperação pelos quais passou a economia brasileira a partir do momento em que mudou o regime de política econômica, no começo de 1999, quando a economia passou a operar sujeita a condicionantes distintos em relação àqueles que pautavam seu comportamento até então.

O ciclo inicial de recuperação foi do primeiro trimestre de 1999 até o primeiro de 2001. Ele começou com a desvalorização cambial e culminou com a crise energética. Nesse período de nove trimestres consecutivos de expansão, pelo critério dessazonalizado, o Produto Interno Bruto (PIB) cresceu a uma média de 3,8% a.a., com algumas oscilações, sendo quatro desses trimestres marcados por um crescimento dessazonalizado em relação ao imediatamente anterior de mais de 1,0% e dois deles por taxas no trimestre inferiores a 0,5%.

O segundo período de recuperação se deu a partir do primeiro trimestre de 2002 e durou exatamente quatro trimestres, terminando no último trimestre daquele ano. Iniciou-se com o fim da crise energética de 2001 e culminou com os primeiros sinais do choque monetário de final de 2002. Nesse período, houve um crescimento “ponta a ponta” entre 2001-IV e 2002-IV de 4,3% e taxas dessazonalizadas de mais de 1,0% em dois dos quatro trimestres em relação ao imediatamente anterior.

Finalmente, o terceiro período de crescimento da fase mais recente da economia brasileira começou no terceiro trimestre de 2003 e se prolonga até agora, ainda que com algumas oscilações ao longo do tempo. Desde o terceiro trimestre de 2003, já houve oito trimestres consecutivos de expansão, com um crescimento médio anualizado de 4,5% a.a. Esse período, porém, combina um terceiro trimestre de 2003 com expansão de apenas 0,3% em termos dessazonalizados; dois trimestres de *boom*, com taxas anualizadas da ordem de 8,0% (2003-IV e 2004-I); e um crescimento médio, nos cinco trimestres seguintes, correspondente a uma taxa anualizada de 3,6%, com um arrefecimento no meio do período e uma expansão mais forte no último trimestre.

As Tabelas 1 e 2 mostram a evolução do indicador de crescimento a cada trimestre em relação ao mesmo período do ano anterior, pela ótica da oferta e da demanda, respectivamente. Observe-se que, enquanto o PIB na comparação de cada trimestre com o correspondente do ano anterior ($t - 4$) evolui entre extremos da ordem de -1% e 6%, as taxas de

TABELA 1
PIB TRIMESTRAL SEM AJUSTE SAZONAL: ÓTICA DA OFERTA
 [taxa de crescimento em relação ao mesmo trimestre do ano anterior (%)]

Período	Agropecuária	Indústria	Serviços	PIB a Preços de Mercado
1999.I	18,4	-4,2	2,5	0,8
1999.II	4,7	-4,2	1,5	-0,3
1999.III	3,3	-3,1	1,0	-0,5
1999.IV	9,8	2,6	3,1	3,3
2000.I	9,2	4,9	4,4	5,3
2000.II	4,2	4,6	3,7	4,2
2000.III	-1,1	4,6	3,9	4,1
2000.IV	-3,9	5,1	3,2	3,9
2001.I	5,1	5,0	2,3	3,9
2001.II	4,0	0,6	2,3	1,9
2001.III	4,4	-1,9	1,3	0,4
2001.IV	10,5	-5,1	1,1	-0,8
2002.I	5,4	-3,7	1,3	-0,7
2002.II	6,5	0,8	1,0	1,2
2002.III	6,9	4,1	2,1	2,9
2002.IV	2,9	8,9	2,1	4,3
2003.I	10,1	1,1	0,9	1,5
2003.II	6,8	-1,5	0,5	0,0
2003.III	-3,3	0,8	0,1	-0,2
2003.IV	4,3	-0,1	1,0	0,9
2004.I	5,8	5,5	2,4	4,0
2004.II	6,0	6,3	3,2	5,1
2004.III	5,9	7,0	4,1	5,9
2004.IV	3,1	5,9	3,6	4,7
2005.I	2,6	3,1	2,2	2,8
2005.II	3,2	5,5	2,5	3,9

Fonte: IBGE.

crescimento dos agregados setoriais da agropecuária e da indústria têm uma flutuação maior. Na Tabela 1, o primeiro ciclo de crescimento, de 1999/2000, combina um *boom* inicial da agropecuária — que por esse indicador chega a crescer a taxas verdadeiramente espetaculares — com um crescimento posterior da indústria de mais de 5%, próprio da fase inicial de retomada, quando há grande demanda reprimida e capacidade ociosa, especialmente após dois anos de retração — em termos do crescimento da média anual — como tinham sido 1998 e 1999.

Já em 2002, houve uma expansão notável da indústria de 9% no final do ano em relação ao quarto trimestre do ano anterior, porém de características excepcionais, associadas:

TABELA 2
PIB TRIMESTRAL SEM AJUSTE SAZONAL: ÓTICA DA DEMANDA
 [taxa de crescimento em relação ao mesmo trimestre do ano anterior (%)]

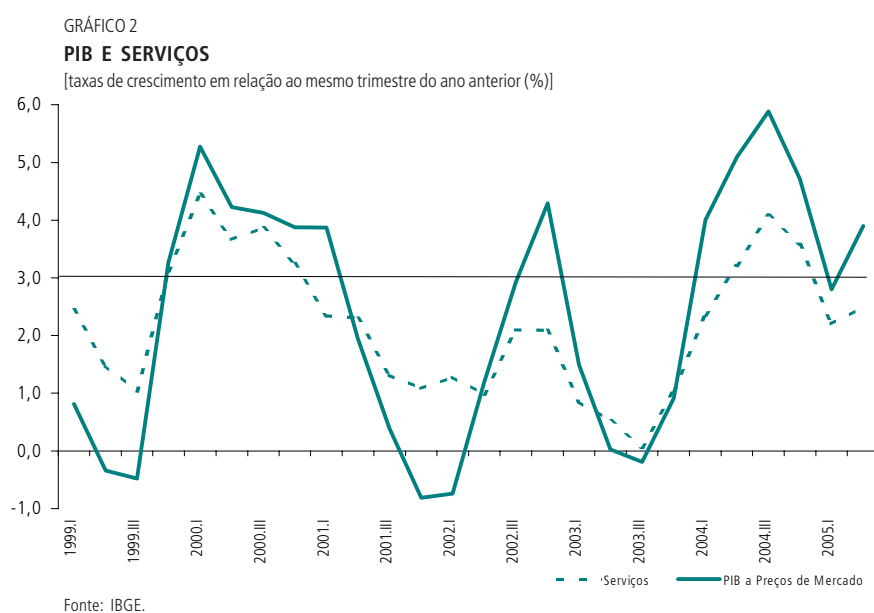
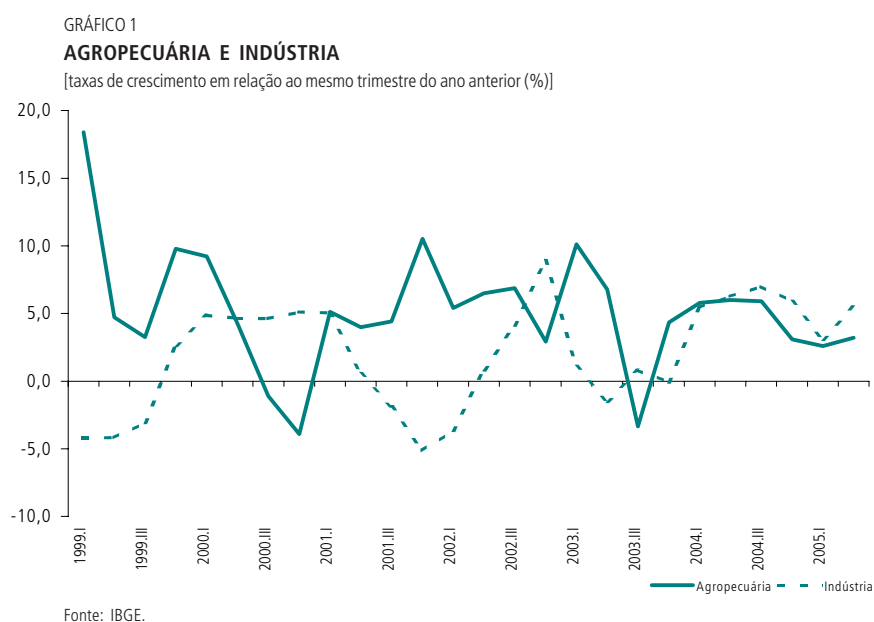
Período	Consumo das Famílias	FBKF	Exportação	Importação (-)	PIB a Preços de Mercado
1999.I	-1,5	-6,9	3,1	-18,6	0,8
1999.II	-0,9	-8,5	3,0	-15,5	-0,3
1999.III	-1,5	-9,6	7,2	-19,1	-0,5
1999.IV	2,3	-3,7	24,2	-8,6	3,3
2000.I	2,9	-0,1	19,5	5,2	5,3
2000.II	4,6	3,5	8,7	8,6	4,2
2000.III	3,8	6,1	15,4	18,8	4,1
2000.IV	4,0	8,3	0,8	12,9	3,9
2001.I	4,7	10,3	11,6	22,0	3,9
2001.II	3,4	2,2	15,7	10,0	1,9
2001.III	-2,8	1,0	5,6	-7,5	0,4
2001.IV	-2,6	-8,2	12,8	-13,7	-0,8
2002.I	-1,1	-9,7	-2,2	-18,2	-0,7
2002.II	-0,4	-6,9	-9,3	-15,2	1,2
2002.III	0,1	-3,6	21,5	-7,1	2,9
2002.IV	-0,1	4,1	20,5	-8,3	4,3
2003.I	-1,1	-0,1	12,0	-5,5	1,5
2003.II	-4,2	-9,0	23,8	-5,8	0,0
2003.III	-1,9	-7,6	-0,7	-5,3	-0,2
2003.IV	1,3	-3,6	5,4	10,2	0,9
2004.I	1,6	1,8	20,5	12,5	4,0
2004.II	4,3	13,4	17,6	14,2	5,1
2004.III	5,3	19,3	18,2	17,7	5,9
2004.IV	5,0	9,3	16,2	12,8	4,7
2005.I	3,3	2,3	13,6	12,2	2,8
2005.II	3,0	4,0	12,9	12,7	3,9

Fonte: IBGE.

a) a um crescimento de 14% dos Serviços Industriais de Utilidade Pública (Siup) em função do fim do racionamento de energia; e *b)* ao auge da procura de bens duráveis como ativo de valor, no contexto do clímax de incerteza política da época. Por sua vez, o pico de crescimento do PIB em 2004 esteve associado a três elementos: *a)* a um comportamento excepcional da agricultura; *b)* na indústria, à normalização do setor da construção (com crescimento de 12% em 2004-III em relação a 2003-III) após três anos péssimos, o que esteve associado a um efeito estatístico ligado à base de comparação muito baixa de 2003; e *c)* no setor de serviços, à observação de taxas interanuais recordes e totalmente fora do padrão observado nos anos anteriores, de 11% no setor de comércio e 7% no item “outros serviços”.

Os Gráficos 1 e 2 mostram, de forma visual, os fenômenos anteriormente descritos, notando-se as grandes flutuações da agropecuária e da indústria e as trajetórias mais suaves do setor de serviços e do PIB — repara-se que as escalas dos gráficos são diferentes entre si. Em particular, chama-se a atenção para o fato de que a taxa de variação interanual do setor de serviços só ultrapassou 4% em duas oportunidades desde 1999 e isso em circunstâncias muito especiais: em 2000, no contexto de um crescimento excepcional de 10% das comunicações; e no terceiro trimestre de 2004, devido aos já citados casos do comércio e dos outros serviços.

Na Tabela 2, observa-se o mesmo quadro sob a ótica da demanda, deixando de lado a variação de estoques — com peso muito pequeno e variabilidade muito grande trimestre a trimestre — e o consumo do governo, que apresenta um crescimento em geral pequeno e com flutuações modestas. Claramente, os “picos” de crescimento do PIB estiveram associados a fatores muito bem definidos: a) à combinação do *boom* exportador com uma intensa



substituição de importações, logo depois da desvalorização de 1999; *b*) a uma segunda rodada desse mesmo fenômeno, por ocasião da mega-desvalorização de 2002; e *c*) ao novo salto das exportações — ainda que dessa vez acompanhado de aumento das importações — em 2004, junto ao incremento da Formação Bruta de Capital Fixo (FBKF).

O Gráfico 3 mostra as taxas de crescimento dessazonalizadas da FBKF em relação ao trimestre imediatamente anterior. Observe-se que há claramente dois momentos em que elas foram forte e sucessivamente positivas: entre o final de 1999 e o começo de 2001; e entre o final de 2003 e o final de 2004. Nas duas oportunidades, houve três denominadores comuns. Primeiro, o fato de a recuperação da economia já estar em curso há alguns meses; segundo, a existência de um certo clima de otimismo no ambiente da época, com a percepção de que o governo estava se firmando e tinha vencido uma crise (a de 1999 e a do começo de 2003, respectivamente); e terceiro, um processo importante de redução da taxa de juros (Selic), de 45% em março de 1999 para 15% em fevereiro de 2001 no primeiro caso, e de 27% em maio de 2003 para 16% em abril de 2004 no segundo. A perspectiva de redução dos juros e a percepção de que se avançava para a consolidação do arcabouço da política macroeconômica produziram sucessivas repercussões positivas no noticiário econômico, que despertaram os *animal spirits* empresariais.

O quadro referente à análise dos casos anteriores, de recuperação da economia, se completa com a descrição dos problemas associados à rigidez dos setores de “aluguel” e “administração pública” na composição da expansão pelo lado da oferta (Tabela 3). Esses setores caracterizam-se por um crescimento sistematicamente positivo, porém pequeno e com flutuações menores que a dos demais. Esse fenômeno está associado, no primeiro caso, à dinâmica relativamente lenta do estoque de moradias e, no segundo, à forma como é medido nas Contas Nacionais, com forte peso para fatores demográficos. Como a soma desses componentes é de 24% do PIB (Gráfico 4) e os serviços são em torno de 55% do PIB, esses dois setores respondem por aproximadamente 45% do total dos serviços, o que explica o crescimento moderado dos serviços *vis-à-vis* as grandes flutuações da agropecuária e da indústria. Uma conta elementar que pode ser feita é que, se aproximadamente 25% do PIB cresce limitado a 2,0% a.a., o crescimento dos restantes 75% da economia deve ser de 4,7% a.a.

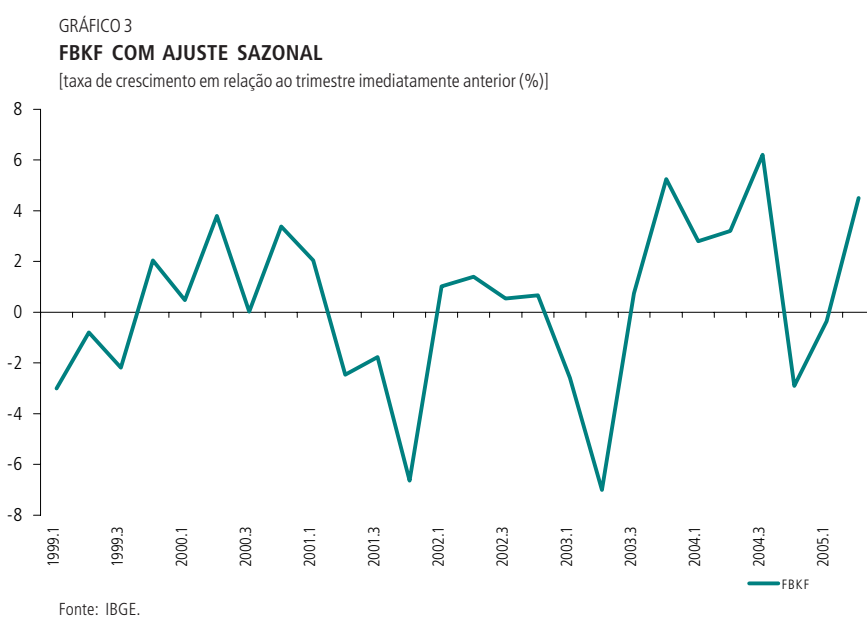
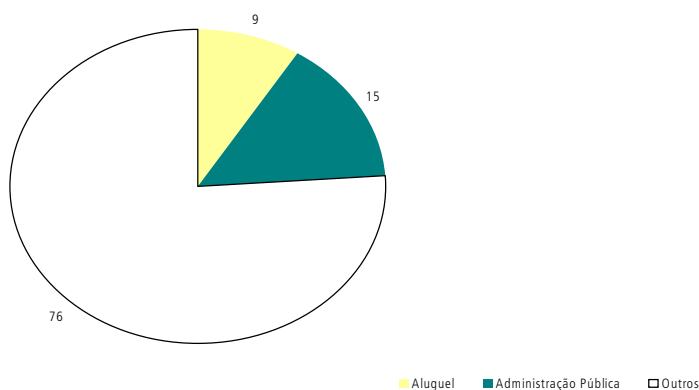


TABELA 3
TAXAS DE CRESCIMENTO DOS SETORES DE ALUGUEL E ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA
 [em %]

Ano	Aluguel	Administração Pública	PIB
1995	2,8	0,8	4,2
1996	2,5	1,4	2,7
1997	2,6	1,7	3,3
1998	2,6	1,5	0,1
1999	2,3	2,3	0,8
2000	2,6	1,5	4,4
2001	2,1	0,9	1,3
2002	0,6	1,7	1,9
2003	1,3	1,0	0,5
2004	1,8	0,9	4,9
2005 (1º semestre)	3,2	2,0	3,4
Média: 1995/2005	2,2	1,4	2,5

Fonte: IBGE.

GRÁFICO 4
COMPOSIÇÃO DO PIB — 2004
 [em %]



Fonte: IBGE.

— o que não é trivial — para que o PIB como um todo cresça a uma média anual próxima de 4,0%.¹

Do que foi dito anteriormente, deriva-se um conjunto de conclusões:

a) o trinômio austeridade fiscal / metas de inflação / câmbio flutuante pode ser perfeitamente consistente com um crescimento sustentado da ordem de 4% a.a., desde que o país alcance uma taxa de investimento alguns pontos do PIB superior à atual;

b) um crescimento anual do PIB fortemente superior a 4%, após o Plano Real, só foi observado em circunstâncias excepcionais, associadas a um movimento inicial de forte retomada

1. Ver, a propósito, Os limites do crescimento: a influência dos itens "aluguel" e "administração pública" no cálculo do PIB, de Eduardo Velho e Fabio Giambiagi, Nota Técnica do *Boletim de Conjuntura*, 64, março 2004.

da atividade após anos de demanda reprimida, com a presença de ampla capacidade ociosa; a uma mudança estrutural como a do fim da alta inflação; e/ou a um ajuste externo com substituição de importações, fenômenos esses que não podem se repetir sistematicamente;

c) o dinamismo relativamente baixo dos serviços, embora opere como um amortecedor de crises durante as recessões, pela “garantia” de uma expansão vegetativa, tende a “puxar” para baixo a taxa de crescimento do PIB, em fases de crescimento mais intenso da economia;

d) em particular, os setores de aluguel e administração pública, que, juntos, respondem por aproximadamente 25% do PIB, tendem a ter taxas de crescimento anuais baixas, da ordem de 2% a.a., o que, por definição, dificulta a possibilidade de atingir taxas de crescimento anuais do PIB que sejam sustentadamente de 5% ou mais;

e) um ajuste da demanda externa da magnitude do que foi registrado nos últimos três anos não se repetirá no Brasil no futuro previsível;

f) é desejável que o crescimento futuro seja liderado por uma expansão da Formação Bruta de Capital Fixo (FBKF), que idealmente deveria ampliar a sua participação na economia em torno de 1 ponto do PIB por ano ao longo dos próximos anos; e

g) para isso, é importante que a taxa de juros real da economia diminua gradualmente nos próximos anos, o que requer, entre outras coisas, conservar os cuidados com o campo fiscal e persistir no esforço de geração de superávits primários da ordem de 5% do PIB.

O ponto fundamental é que, nas recuperações pós-1999, o crescimento do consumo foi *posterior* ao impulso inicial dos fatores autônomos da demanda, como a exportação e o investimento. Além disso, tais recuperações incluíram fatores excepcionais de forte expansão pelo lado da oferta — associados ao *boom* de setores específicos — que não estarão presentes nos próximos trimestres. Daí a importância de que o investimento se intensifique, como forma de atenuar a ausência de repetição desses impulsos. Isso requer mudar a composição do *mix* da despesa pública — aumentando o gasto em investimento e contendo a despesa corrente — e melhorar o “meio ambiente” que leva o setor privado a tomar a decisão de investir, o que inclui não apenas uma taxa de juros adequada, mas também previsibilidade política, marcos regulatórios adequados e um sistema tributário que favoreça o investimento.

