

# Política Econômica

e m f o c o

Suplemento 3 do Boletim semestral do Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica – n. 5 –Nov. 2004/ Abr. 2005  
15 de setembro de 2005.

## INSTITUTO DE ECONOMIA DA UNICAMP Diretor

*Prof. Dr. Marcio Percival Alves Pinto*

## Diretor Executivo do CECON

*Prof. Dr. Ricardo de Medeiros Carneiro*

## Diretora Adjunta do CECON

*Profa. Dra. Daniela Magalhães Prates*

## ÁREAS DE CONCENTRAÇÃO

### Política Econômica

*Prof. Dr. Luiz Gonzaga de Mello Belluzzo*

*Prof. Dr. Ricardo de Medeiros Carneiro*

### Economia Internacional

*Prof. Dr. Antonio Carlos Macedo e Silva*

*André Martins Biancareli (Doutorando do IE)*

*Eduardo Roberto Zana (Mestrando do IE)*

### Balanco de Pagamentos

*Profa. Dra. Daniela Magalhães Prates*

### Moeda e Finanças Privadas

*Profa. Dra. Maryse Farhi*

### Finanças Públicas

*Prof. Dr. Francisco Luiz C. Lopreato*

### Produção, Emprego e Renda

*Cláudio Roberto Amitrano (Doutorando do IE)*

### Métodos Quantitativos

*Dr. Emerson Fernandes Marçal*

### Gerência de Informações

*Eliana Ribeiro da Silva*

### Bolsistas de Iniciação Científica

*Aline Priscila de Camargo*

*Flávio Arantes dos Santos*

*João Henrique de Melo*

*Leandro Ramos Pereira*

*Livia de Bastos Martini*

*Luis Fernando Brugnerotto*

*Priscila Moretti Capellato*

*Silas Thomaz da Silva*

*Stella Alves Buzatto*

*Thiago de Moraes Moreira*

*Vitor Augusto Paschoal*

### Secretaria do CECON

*Mário Aparecido de Gobbi*

### Projeto visual/Normalização/

### Editoração eletrônica

*Célia Maria Passarelli*

## CRESCIMENTO DO PIB E INVESTIMENTO: MUDANÇA NOS RUMOS OU JANELA DE OPORTUNIDADE?

*Cláudio Roberto Amitrano*

A divulgação dos resultados das contas nacionais, feita pelo IBGE há pouco mais de uma semana, soou como música aos ouvidos de todos. Afinal, o registro de uma taxa de crescimento do PIB relativamente elevada parece aliviar um pouco a enxurrada de notícias desabonadoras no campo político, bem como a renitência do Banco Central brasileiro em manter os juros nas alturas. De fato, a expansão no segundo trimestre deste ano, não deu prosseguimento à tendência verificada nos seis meses anteriores de desaceleração do produto, e de queda dos investimentos.

Duas perguntas emergem imediatamente deste resultado: 1) modificou-se, efetivamente, a tendência de desaceleração do ritmo de atividade? 2) como explicar o resultado do investimento, face o patamar da taxa básica de juros brasileira?

### Os resultados do 2º trimestre

Após dois trimestres consecutivos de desaceleração, a taxa de crescimento do PIB ganhou novo ímpeto e alcançou, no segundo trimestre deste ano, a marca de 1,4%. Ao contrário do que se havia verificado no período imediatamente anterior, esta expansão se distinguiu pelo aumento do produto em todos os três grandes setores de atividade, com destaque para a indústria que, após ter tido uma queda de quase 1% no primeiro trimestre, apresentou uma elevação de seu produto de 3%.

O bom desempenho industrial foi constatado em todos os seus sub-setores. Quando se comparam seus resultados aos do mesmo trimestre do ano anterior, nota-se que a performance da indústria extrativa foi fundamental, pois a despeito do baixo peso na composição do PIB (cerca de 3,7%) sua taxa de crescimento de 17,4% foi muito superior a dos demais. A indústria de transformação, que corresponde a quase 22% do PIB, também melhorou seu desempenho, aumentando o ritmo da expansão de pouco mais de 3,6% para 4,1%.<sup>1</sup>

acelerou-se de forma expressiva no período analisado.

Por fim, mas não menos importante, as exportações também cresceram, embora com ritmo menor que o dos trimestres anteriores. Esta desaceleração, que tem sido provocada pela valorização do real, pode trazer problemas no futuro, pois as importações já se expandem na mesma velocidade e, é provável, que, até o final do ano, seu ritmo seja mais intenso que o das vendas externas.

**Tabela 1**

Evolução do PIB pela ótica da produção e da demanda - variação contra o trimestre imediatamente anterior (com ajuste sazonal)

Variáveis / Trimestres	2004.T1	2004.T2	2004.T3	2004.T4	2005.T1	2005.T2	No ano <sup>(1)</sup>	
							2004	2005
Agropecuária	2,9%	0,1%	-2,2%	2,3%	1,7%	1,1%	2,6%	3,2%
Indústria	1,7%	0,7%	2,5%	0,8%	-0,8%	3,0%	3,1%	5,5%
Serviços	1,2%	0,9%	0,9%	0,5%	-0,1%	1,2%	2,2%	2,5%
<b>PIB a Preços de Mercado</b>	<b>2,0%</b>	<b>0,8%</b>	<b>1,2%</b>	<b>0,7%</b>	<b>0,4%</b>	<b>1,4%</b>	<b>2,8%</b>	<b>3,9%</b>
Consumo das Famílias	1,2%	1,2%	1,3%	1,1%	-0,2%	0,9%	3,1%	3,0%
Consumo do Governo	0,0%	-0,9%	1,2%	0,5%	0,3%	1,1%	0,7%	3,1%
FBCF	2,8%	3,2%	6,2%	-2,9%	-3,6%	4,5%	2,3%	4,0%
Exportações	5,7%	3,1%	2,3%	4,3%	3,3%	2,6%	13,6%	12,9%
Importações (-)	3,4%	1,5%	4,1%	3,4%	2,2%	2,4%	12,2%	12,7%

Nota: <sup>(1)</sup> Segundo trimestre de cada ano em relação ao mesmo trimestre do ano anterior.

Fonte: SCN, IBGE.

Os dados do PIB sobre a ótica da demanda também mostraram resultados muito bons e, de algum modo, um pouco surpreendentes. A notícia mais importante foi, certamente, a recuperação do investimento. Após dois períodos consecutivos de queda, a formação bruta de capital fixo obteve um crescimento de 4,5%, representando a maior taxa de expansão dentre todos os componentes da demanda agregada. Contudo, não foi apenas o investimento que se recuperou. O consumo das famílias também voltou a registrar variação positiva, resultado da forte expansão do crédito e da estabilidade do aumento da massa real de rendimentos. Além disso, o consumo do governo

Para alguns economistas, este bom desempenho da economia seria o reflexo da condução correta da política macroeconômica. Porém, é possível dizer que a performance do PIB no segundo trimestre e, sobretudo do investimento, resultaram das ações dessa política? Os dados coletados parecem apontar que não e, na verdade, mostram que a economia cresceu a despeito desta política.

A hipótese central deste artigo é que o desempenho do segundo trimestre foi o resultado de um conjunto de situações particulares que se configurou como uma janela de oportunidade pontual e cuja possibilidade de manutenção é bastante remota.

<sup>1</sup> Os outros ramos, Construção Civil e Serviços Industriais de Utilidade Pública, cresceram 3,7% e 4,6%, respectivamente.

### As características do aumento do investimento

Uma vez que aumento do ritmo de expansão da economia no segundo trimestre foi comandado pelo investimento, cabe averiguar que tipo de inversão se ampliou ou se acelerou neste período.

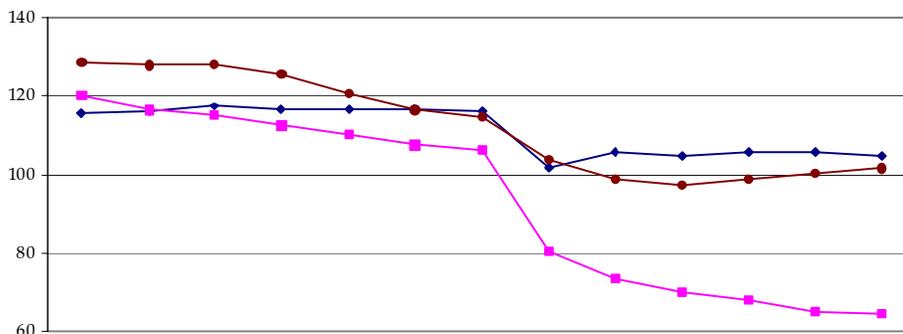
A produção de bens de capital de uso misto, por sua vez, após um primeiro trimestre de queda, estabilizou-se e, no acumulado de janeiro a junho deste ano, permaneceu praticamente estagnada em relação ao mesmo período do ano anterior. De qualquer forma, é importante notar que este indicador ainda se encontra em um patamar

inferior ao de janeiro deste ano e muito aquém dos níveis do ano passado.

Assim, a produção de bens de capital para os setores voltados para a produção cresceu muito pouco e, por isso, não pode ser a principal responsável pelo aumento da formação bruta de capital fixo. Ao que tudo indica, esta

expansão esteve fortemente associada ao incremento da produção de bens de capital para atividades relacionadas à infra-estrutura e transportes.

**Gráfico 1**  
Índice acumulado no ano - Bens de capital para a Produção  
(Base: igual período do ano anterior = 100)



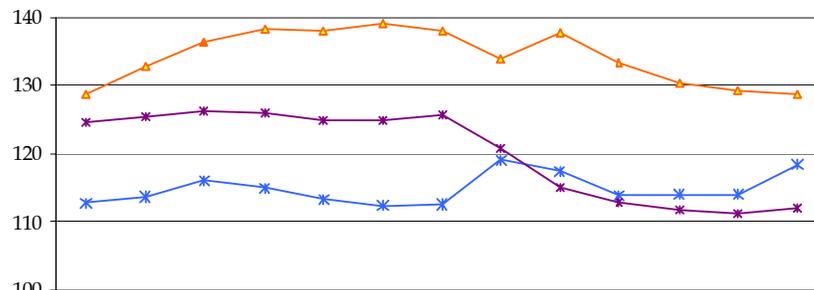
	jun-04	jul-04	ago-04	set-04	out-04	nov-04	dez-04	jan-05	fev-05	mar-05	abr-05	mai-05	jun-05
Industriais	115,5	116,2	117,3	116,6	116,5	116,4	116,1	101,6	105,9	105,1	105,8	105,4	105,0
Agrícolas	120,5	116,5	115,0	112,3	110,3	107,6	106,4	80,3	73,3	70,1	68,3	65,1	64,6
Uso misto	128,4	127,7	128,1	125,7	120,7	116,5	114,8	103,9	98,8	97,3	98,6	100,3	101,5

Fonte: PIM - PF, IBGE. Elaboração própria.

Ao analisar as informações sobre a produção de bens de capital, nota-se que a produção destes bens tanto para o setor agrícola quanto para o setor industrial não se acelerou nos primeiros seis meses deste ano. No acumulado do ano, enquanto a produção para o setor agrícola continuou sua trajetória de declínio, o incremento das máquinas e equipamentos tipicamente industriais mostrou estabilidade, em um patamar relativamente baixo, com uma ligeira desaceleração no último trimestre.

**Gráfico 2**

Índice acumulado no ano- bens de capital para infra-estrutura e transportes  
(Base: igual período do ano anterior = 100)



	jun-04	jul-04	ago-04	set-04	out-04	nov-04	dez-04	jan-05	fev-05	mar-05	abr-05	mai-05	jun-05
Construção	128,7	132,7	136,4	138,2	138,0	139,1	138,0	133,8	137,6	133,2	130,3	129,1	128,8
Energia elétrica	112,8	113,6	115,9	114,8	113,2	112,4	112,5	119,0	117,3	113,7	114,0	114,0	118,3
Transporte	124,5	125,4	126,2	125,9	124,8	124,8	125,6	120,9	114,9	112,7	111,6	111,1	112,0

Fonte: PIM - PF, IBGE. Elaboração própria.

O período compreendido entre abril e junho deste ano foi marcado pela manutenção de altas taxas de crescimento da produção de máquinas e equipamentos para o setor de construção civil e para o setor de transportes. Além disso, merece destaque o bom desempenho da produção de bens de capital para o ramo de energia elétrica, cujo ritmo de expansão acelerou-se em junho.

No caso da construção civil, grande parte desta expansão ainda corresponde à recuperação dos anos anteriores e, mesmo com taxas de crescimento tão elevadas, as expectativas dos empresários para o setor são bastante pessimistas.<sup>2</sup> Quanto ao ramo de transportes, seu desempenho esteve associado à forte ampliação das exportações no segundo trimestre. Já no que se refere ao setor de energia elétrica, sua performance parece estar intimamente relacionada à atuação das empresas estatais federais no período, como se verá adiante.

Os dados apresentados acima nos colocam uma dupla questão: 1) porque o investimento cresceu em algumas atividades produtivas no segundo trimestre de 2005 ou, mais precisamente, quais as variáveis determinantes desta trajetória? 2) por que a produção de bens de capital para a infra-estrutura se acelerou?

### Os determinantes do investimento privado

A decisão de investimento é o resultado, por um lado, da comparação entre o valor presente das receitas esperadas provenientes da aquisição de um bem de capital e o seu respectivo custo de aquisição e, por outro, depende dos custos de financiamento e de oportunidade, isto é, do custo do crédito e da remuneração dos ativos alternativos aos bens de capital.

Não obstante, é razoável supor que os elementos que balizam a decisão de investimento para os setores exportadores diferem, em alguma medida, dos que norteiam os setores voltados para o mercado doméstico. Assim, parece conveniente separar a análise do investimento, segundo o mercado de destino dos produtos.

Do ponto de vista daqueles que orientam sua produção para o mercado interno, as expectativas sobre economia, a evolução dos preços no atacado e o grau de utilização da capacidade produtiva podem servir de parâmetros para uma avaliação das receitas esperadas, enquanto a evolução dos preços de máquinas e equipamentos e a taxa de câmbio, as taxas de juros das operações de crédito e a taxa Selic podem servir de parâmetros para os custos de aquisição, de financiamento e de oportunidade dos bens de capital, respectivamente.

A decisão de investimento reflete o conjunto de expectativas formadas em um momento anterior ao de sua realização. Logo, os investimentos implementados no último trimestre devem estar relacionados às expectativas constituídas entre o último trimestre do ano passado e o primeiro deste ano, quando a percepção dos empresários sobre a economia era bem mais positiva.

**Tabela 2**  
Expectativas dos empresários

Período	Quadro atual			Previsão
	Nível de Demanda	Nível de Estoques	Situação atual dos Negócios	Situação dos Negócios (Próximos 6 meses)
	Saldo (Forte - Fraco)	Saldo (insuficiente - excessivo)	Saldo (Boa - Fraca)	Saldo (Melhor - Pior)
Jul./2004	9	-4	32	53
Out./2004	9	0	32	48
Jan./2005	-4	-3	15	49
Abr./2005	-6	-10	3	33
Jul./2005	-21	-18	-17	21

Fonte: Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação, FGV.

<sup>2</sup> Veja, a este respeito: Castelo, Ana Maria. Desempenho e perspectivas com a economia em baixa. *Conjuntura da Construção*, ano 3, n. 2, jun. 2005.

Porém, o estado de confiança na situação atual e no futuro da economia brasileira deteriorou-se muito entre abril e julho deste ano. De acordo com a *Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação* da FGV, as empresas do setor apresentaram, em julho, as piores avaliações sobre a situação atual e sobre o futuro da economia e de seus negócios dos últimos dois anos. Assim, uma nova aceleração de investimentos parece ter pouco respaldo nas expectativas dos agentes.

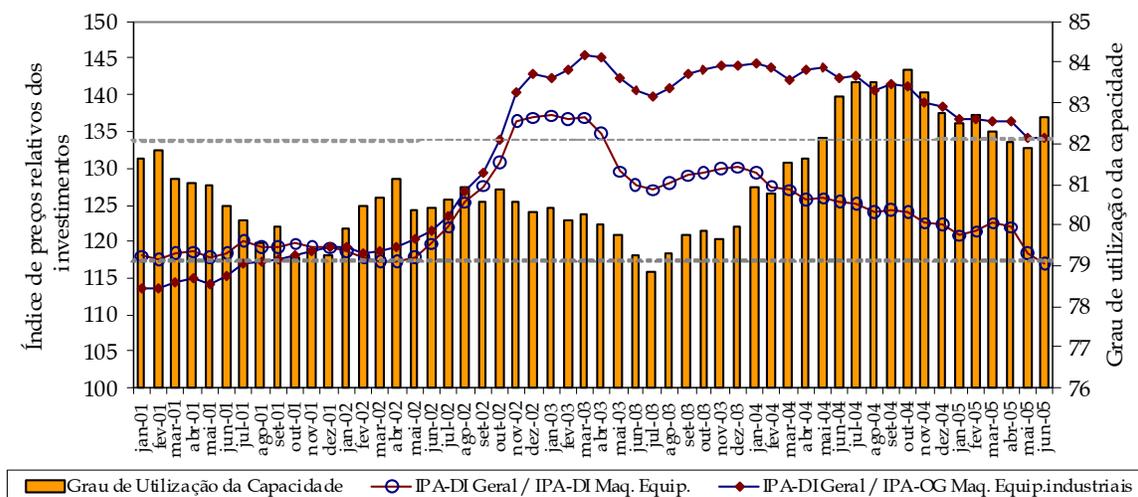
Além do estado de confiança, o investimento depende das perspectivas sobre as vendas. A trajetória do grau de utilização da capacidade se configura como uma *proxy* da demanda: quanto maior for a utilização da capacidade, maior será o volume de vendas esperado. No entanto, para a decisão de investimento, o que importa é a relação entre a utilização efetiva e aquela que os agentes consideram normal.

Os dados do Gráfico 3 mostram que o grau de utilização da capacidade se expandiu quase ininterruptamente entre agosto de 2003 e outubro de 2004. A partir daí entrou em declínio até junho deste ano quando, então, tornou a subir.

O impacto deste movimento descendente pode ter sido insuficiente para alterar a percepção dos empresários, no segundo trimestre, sobre a necessidade de aumentos na capacidade produtiva. É possível, e bastante provável, que grande parte do empresariado brasileiro ainda considere estes níveis de utilização acima do normal, pois como se verifica no gráfico anterior, ele está muito além da média registrada nos últimos quatro anos. No entanto, a sinalização é contraditória, pois ainda que o patamar seja alto, a tendência é de queda da utilização e, portanto, de redução das vendas esperadas e do investimento no futuro.

A rentabilidade do investimento também depende da relação entre os preços industriais e os preços das máquinas e equipamentos. Em geral, esta relação tem sido bastante favorável e, a partir de meados de 2002, recebeu um impulso adicional, devido, provavelmente, ao efeito da desvalorização cambial. Contudo, desde setembro do ano passado esta relação tem se deteriorado. A despeito disso, os preços industriais ainda crescem acima dos preços dos bens de capital, o que significa que os investimentos ainda são relativamente rentáveis.

**Gráfico 3**  
Índice de preços relativos dos investimentos <sup>(1)</sup> e grau de utilização da capacidade



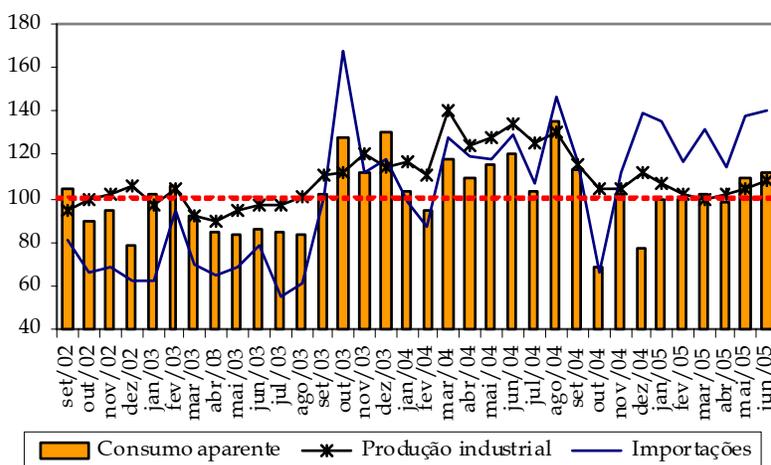
Porém, tal como no caso da utilização da capacidade, ainda que o patamar seja elevado, face à média histórica, a tendência é de queda da rentabilidade, o que pode gerar um menor ímpeto por novas inversões.

Adicionada a isto, a valorização cambial tem implicado um barateamento dos bens de capital importados. Em junho deste ano a taxa de câmbio havia alcançado o seu patamar mais baixo desde abril de 2002. Esta excessiva apreciação, tanto em termos nominais como reais, resultou em um aumento no consumo aparente de bens de capital, provocado, principalmente, pelo aumento das importações.

anteciparam investimentos, aumentando a importação de bens de capital.

A evolução dos investimentos não depende só de sua rentabilidade esperada, mas também dos seus custos de financiamento e de oportunidade. No segundo caso, se tomarmos por base a evolução da taxa Selic, é evidente que o aumento dos juros básicos da economia, promovido pelo Banco Central desde setembro de 2004, aumentou o custo de oportunidade do investimento, pois elevou a rentabilidade dos ativos alternativos aos bens de capital. Porém, no caso do custo de financiamento é preciso levar em consideração os efeitos do crédito direcionado.

**Gráfico 4**  
Bens de Capital – Produção industrial, importações e consumo aparente <sup>(1)</sup>  
(Base: igual mês do ano anterior = 100)



Nota:

<sup>(1)</sup> Consumo aparente = Produção industrial + importações - exportações.

Fonte: IPEADATA. Elaboração própria.

Assim, a despeito da queda nos últimos meses, o grau de utilização da capacidade e a relação entre os preços industriais e dos bens de capital continuaram, até junho deste ano, superiores aos normalmente verificados nos últimos anos, de modo que a rentabilidade esperada dos investimentos manteve-se alta para os padrões da história recente. Este fato, associado à valorização cambial excessiva, propiciou uma janela de oportunidade, uma vez que os agentes, aproveitando o baixo valor da taxa de câmbio,

Quando uma empresa industrial acessa o crédito direcionado, seu custo real de financiamento depende da relação entre a TJLP, que é a taxa de juros de referência para este tipo de empréstimo, e sua capacidade de pagamento. Em termos agregados isto corresponde à relação entre a TJLP e o IPA. Já o custo de oportunidade do investimento pode ser medido, por exemplo, pela relação entre a taxa Selic e o IPCA.<sup>3</sup>

A evolução destes indicadores mostra um fato curioso. Ao longo de 2004, o custo real de financiamento foi bastante convidativo, pois o IPA cresceu acima da TJLP durante a maior parte do tempo. A partir de agosto, porém, com o recuo dos preços no atacado, este custo teve um forte incremento, fato que coincidiu com o aumento da Selic pelo Banco Central e contribuiu, em adição a outros fatores, para uma redução do investimento no último trimestre de 2004 e no primeiro deste ano. A recuperação do IPA entre janeiro e março de 2005 fez cair novamente o custo real de financiamento. Dada a

<sup>3</sup> Uma medida mais adequada seria a relação entre juros futuros e as expectativas de inflação.

defasagem temporal entre a percepção desta queda e a decisão dos agentes de, por exemplo, contrair novos créditos direcionados, seus efeitos só foram sentidos ao longo do segundo trimestre e contribuíram para a recuperação do investimento naquele período.

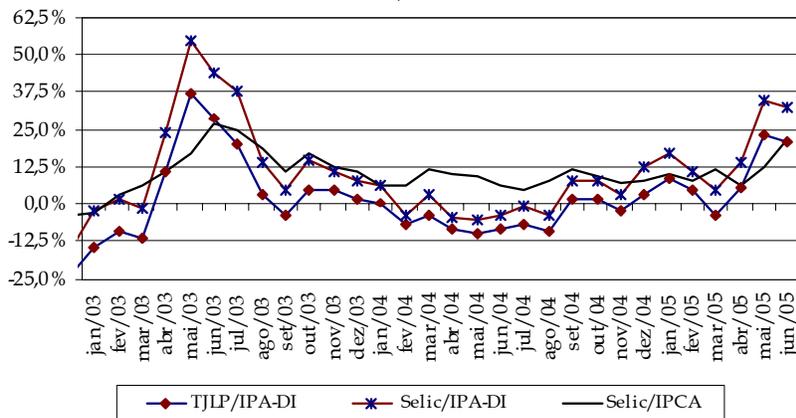
negativamente sua rentabilidade. Sendo assim, como explicar o aumento dos investimentos nos setores exportadores?

A lucratividade efetiva do investimento, definida como a massa de lucro, nestes setores está associada, por um lado, à relação entre os preços das exportações e seus respectivos custos e, por outro, à evolução das quantidades exportadas.

O primeiro efeito pode ser captado pelo índice de rentabilidade das exportações totais. Ele é calculado a partir da taxa de câmbio nominal média do mês (R\$/US\$), corrigida pela relação entre o índice de preço das exportações totais e o índice de custo para o total das exportações<sup>4</sup>. Este índice fornece uma noção da magnitude da margem de lucro obtida na venda ao exterior. O

segundo efeito pode ser captado pelo índice de quantum das exportações, que mede a evolução do volume exportado.

**Gráfico 5**  
Custo real do financiamento e de oportunidade dos investimentos, acumulado em 12 meses



Fonte: IPEA. Elaboração própria.

Entretanto, com a deflação dos preços no atacado, a partir de maio, é provável que o financiamento com base na TJLP se torne menos convidativo, fato que, somado à elevação do custo de oportunidade, devido à redução dos preços ao consumidor e à estabilidade da Selic em um patamar muito alto, deve ter um efeito deletério sobre os investimentos nos próximos meses.

### Os investimentos nos setores exportadores

O atual ciclo de crescimento da economia brasileira tem sido comandado, em parte, pela longa e estável expansão das exportações. Não obstante, é fato notório que a valorização cambial tem afetado

**Gráfico 6**  
Lucratividade efetiva nos setores exportadores (Base: agosto de 1994 = 100)



Fonte: Funcex. Elaboração própria.

<sup>4</sup> Segundo a Funcex, "O índice de custo total agrega 31 setores elaborados a partir da estrutura de custos dos setores produtivos derivada da Matriz Interindustrial de 1995 do IBGE (MRI-95)." (2005, p. 13). Veja, a este respeito: Funcex. *Boletim de Comércio Exterior*, ano IX, n. 7, jul. 2005.

A análise destes dois índices permite constatar a emergência de trajetórias estritamente divergentes. A questão relevante passa a ser qual o efeito domina a lucratividade efetiva dos investimentos nos setores exportadores.

O Gráfico 6 mostra claramente que a expansão do quantum tem mais do que compensado a queda na rentabilidade. Se tomarmos por base de comparação o período compreendido entre janeiro de 2003 e junho de 2005, constata-se que enquanto o primeiro índice cresceu pouco mais de 67%, o segundo caiu cerca de 25%. Portanto, a despeito da forte valorização cambial, promovida em larga medida pela política de juros excessivamente altos, a lucratividade efetiva dos investimentos nos setores exportadores pode ter sido mantida em um patamar ainda elevado, devido ao aumento do quantum, e acarretando maiores inversões nos setores exportadores, no segundo trimestre de 2005.

Duas hipóteses podem ser aventadas para entender porque o volume exportado tenha aumentado tanto. A primeira é que este aumento é resultado da expansão do comércio e da economia mundial. A segunda é que, recentemente, as indústrias brasileiras teriam alcançado os padrões exigidos para ingressar nas cadeias globais de valor que coordenam o comércio mundial. Ambos os fatos estariam permitindo uma relativa inelasticidade das exportações à variação cambial.

De qualquer forma, é importante notar que tanto no caso do investimento voltado para o mercado interno, quanto naquele

que se orienta para a venda no mercado externo, não há contribuição positiva, de qualquer natureza, da política macroeconômica atual. A política monetária restritiva aumenta o custo de oportunidade e parte do custo de financiamento dos investimentos, bem como reduz a rentabilidade efetiva das exportações. A política fiscal, igualmente restritiva, contribui negativamente para a evolução da demanda agregada.

### A política de desenvolvimento e seus impactos sobre o investimento

A política de desenvolvimento pode ser caracterizada a partir de duas dimensões: 1) fiscal e 2) financeira/creditícia. Nos dois últimos anos esta política tem sido implementada de forma bastante assimétrica, com enormes restrições no lado fiscal e uma flexibilidade relativamente maior no plano creditício.

No entanto, a análise dos dados sobre desempenho do sistema produtivo estatal, durante o terceiro bimestre de 2005, revela um esforço para a promoção do crescimento nas duas dimensões da política. No âmbito fiscal, os gastos realizados com investimentos pelas Empresas Estatais Federais cresceram cerca de 5% entre o terceiro bimestre de 2004 e o mesmo período de 2005.

**Tabela 4**  
Execução do Orçamento de Investimento das Empresas Estatais até o 3º bimestre de cada ano (valores a preços de junho de 2005 - deflacionado pelo IPCA)

Função	Realizado (R\$ - milhões)		Variação (%)	Desempenho(%)	
	2004	2005		2004	2005
Previdência Social	1,72	4,83	181,4	4,6	13,8
Agricultura	2,56	2,45	-4,3	9,4	18,6
Indústria	8,90	8,90	-0,1	28,9	26,0
Comércio e Serviços	259,38	251,87	-2,9	7,3	7,2
Comunicações	90,28	114,54	26,9	11,4	17,3
Energia	9.634,64	10.108,78	4,9	31,3	32,3
Transporte	25,43	38,03	49,6	8,6	8,0
Total	10.022,91	10.529,40	5,1	28,3	29,2

**Fonte:** Coordenação e Controle das Empresas Estatais, do Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão. Portaria n. 04 - 30/07/2004 e Portaria n. 04 - 29/07/2005.

O destaque ficou por conta das despesas com infra-estrutura, sobretudo energia e transportes. Representando mais de 95% do dispêndio total executado, o setor de energia apresentou uma taxa de variação de quase 5%, o que explica, em parte, o bom desempenho da produção de bens de capital para o setor, conforme analisado anteriormente. Já o setor de transportes, ainda que pequeno, apresentou uma expansão de quase 50% em relação ao período anterior.

Assim, do ponto de vista das empresas estatais, parece que suas despesas com investimento contribuíram de alguma forma para a ampliação do estoque de capital na infra-estrutura.

O braço financeiro do setor público atuou intensamente no segundo trimestre de 2005, porém, em uma direção diferente da apresentada pelo setor produtivo estatal. De acordo com os dados relativos às agências financeiras parece ter havido, entre abril e junho deste ano, um enorme direcionamento de recursos para o setor produtivo.

movimentos bastante evidentes. O primeiro consiste num deslocamento dos recursos para as atividades industriais. Entre o terceiro bimestre de 2004 e o mesmo período de 2005 constata-se uma ampliação do fluxo das aplicações para a indústria de 92,5%, bem como uma expansão dos empréstimos de mais de 22%. O segundo movimento consiste na ampliação de recursos para a habitação. Neste caso, o fluxo das aplicações aumentou quase 150%, enquanto os empréstimos cresceram mais de 230%.

É importante notar que o esforço empreendido pelo sistema de crédito público foi bastante significativo e ocorreu de forma generalizada. Mesmo o BNDES, cujos desembolsos haviam se estabilizado no primeiro trimestre do ano em relação a igual período do ano anterior, aumentou o volume de crédito para o setor produtivo.

Assim, a política de desenvolvimento, embora assimétrica e limitada, atuou como força contrarrestante aos efeitos deletérios das políticas fiscal e monetária restritivas, durante o segundo trimestre de 2005. Por meio de seu braço

**Tabela 5**

Execução da política de aplicação dos recursos das agências financeiras oficiais de fomento até o 3º bimestre de cada ano (R\$ milhões - preços de junho de 2005, deflacionado pelo IPCA)

Setores	Fluxo das aplicações <sup>(1)</sup>		Variação (%)	Empréstimos <sup>(2)</sup>		Variação (%)
	2004	2005		2004	2005	
Rural	1.745	3.155	80,7	6.948	5.262	-24,3
Industrial	1.708	3.288	92,5	14.682	17.969	22,4
Comércio	1.690	1.388	-17,9	20.712	23.413	13,0
Intermed. Fin.	6.016	-29	-100,5	10.749	12.531	16,6
Out. Serviços	3.751	368	-90,2	31.986	31.159	-2,6
Habitação	631	1.572	149,0	1.442	4.807	233,3
Outros	3.027	3.402	12,4	44.439	48.760	9,7
Total	18.569	13.144	-29,2	130.957	143.902	9,9

Nota:

(1) Fluxo das aplicações = variação de saldos de empréstimos/financiamentos concedidos menos as amortizações.

(2) Empréstimos/financiamentos efetivamente concedidos.

**Fonte:** Coordenação e Controle das Empresas Estatais, do Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão. Portaria nº 04 - 30/07/2004 e Portaria nº 04 - 29/07/2005.

As estatísticas sobre a execução da política de recursos destas agências revelam dois

produtivo foi responsável por uma parte importante do investimento em infra-estrutura, principalmente no setor de energia elétrica.

Através de seu braço financeiro, auxiliou o setor produtivo privado na ampliação dos investimentos, sobretudo na indústria e na habitação, fornecendo crédito mais barato.

### **Considerações finais e perspectivas**

A trajetória do PIB no segundo trimestre de 2005, sobretudo, no que se refere ao investimento parece ter sido o resultado de uma situação particular. No âmbito doméstico, o diminuto crescimento dos últimos anos implicou níveis normais de utilização da capacidade e uma relação entre os preços industriais e de bens de capital relativamente baixos. Sua reversão, no período recente, fez com que estas variáveis se situassem acima do patamar normal, propiciando uma rentabilidade do investimento produtivo mais elevada. No plano externo, o acesso às cadeias globais de valor e a expansão da economia mundial acarretaram um aumento do quantum exportado muito superior à perda de rentabilidade das exportações. Estes dois fatores associados ao baixo preço dos bens de capital importados, a um custo real de financiamento relativamente baixo e ao auxílio da política de desenvolvimento proporcionaram, no segundo trimestre deste ano, uma janela de oportunidade para a antecipação e ampliação dos investimentos.

Entretanto, a tendência para todos os indicadores de rentabilidade é de deterioração, ao passo que os custos reais de financiamento e de oportunidade continuam subindo. Além disso, parece haver certo consenso de que a taxa de câmbio provavelmente alcançou seu patamar mínimo, o que significa dizer que o custo dos bens de capital importados tende a subir no futuro.

Neste contexto, as perspectivas para a expansão dos investimentos não são boas, haja vista que a pesquisa industrial mensal de julho do IBGE já registrou uma queda de 2,5% na produção industrial e uma redução de 7,6% na produção de bens de capital.

A manutenção de um ritmo elevado de crescimento para os próximos meses dependerá da redução progressiva da taxa de juros, indicando aos agentes a vigência de condições adequadas de rentabilidade e financiamento das inversões. Sem isto, é melhor se conformar com taxas de crescimento medíocres.