

## **SEÇÃO V – PRODUÇÃO, EMPREGO E RENDA**

### **Desaceleração à vista e o fantasma do *stop and go***

*Cláudio Roberto Amitrano*

#### **Introdução**

A economia brasileira crescerá em 2005. Esta é uma assertiva que, provavelmente, nenhum analista ou instituição parece discordar. No entanto, um outro consenso se inicia entre os observadores da cena econômica no Brasil. Ao contrário do que se verificava há alguns meses atrás começam a convergir análises e opiniões quanto à desaceleração da atividade econômica neste ano. Mais do que isto, o reconhecimento deste arrefecimento se manifesta, ainda que com conotações diferenciadas, tanto no Boletim de Conjuntura do IPEA como no Relatório de Inflação do Banco Central. O fato inusitado é que, nestes documentos, o menor ímpeto da economia é detectado desde meados de 2004.

A maior sensibilidade quanto ao abrandamento do ritmo de expansão, certamente, deve estar associada à queda do investimento no quarto trimestre de 2004, à redução da produção industrial em dois dos três primeiros meses de 2005 e à permanência da desaceleração do comércio no mesmo período. Não obstante, os dados preliminares sobre o excepcional, e de algum modo além do esperado, desempenho do comércio exterior brasileiro, assim como as notícias quanto à evolução favorável dos rendimentos reais entre janeiro e março têm sido apontados como fatos contra-restantes a esta possível desaceleração.

Neste sentido, algumas questões merecem um escrutínio mais detalhado. É importante saber, em primeiro lugar, qual a magnitude e em que

segmentos esta desaceleração vem ocorrendo. Além disso, a manutenção do ritmo de crescimento em 2005 dependerá da capacidade de expansão tanto da absorção doméstica como da demanda externa. No plano interno, é preciso inquirir, por um lado, se o consumo das famílias se expandirá e se esta expansão será derivada do aumento da massa salarial ou do crescimento do crédito. Por outro lado, é necessário saber qual a trajetória da política de desenvolvimento tanto em sua dimensão fiscal como creditícia. No plano externo, há que se considerar, sobretudo, a evolução do saldo comercial e sua capacidade indutora sobre o crescimento, em um contexto de acirramento das políticas monetária e fiscal contraconistas.

O objetivo deste texto consiste, portanto, em ilustrar as questões acima referidas, procurando mostrar quais os principais obstáculos à manutenção de um ritmo elevado de crescimento em 2005 e à sua sustentabilidade no médio e longo prazos.

O artigo está dividido em 5 partes além desta introdução. A primeira faz um breve retrospecto do crescimento em 2004, conferindo ênfase aos últimos trimestres daquele ano, bem como à evolução da atividade econômica no primeiro trimestre de 2005. Na segunda parte, procura-se mostrar alguns elementos relacionados à determinação do investimento no período recente e as perspectivas para 2005. A seção seguinte avalia a relação entre a política de crédito, o consumo das famílias e a evolução do comércio varejista. Na quarta seção se discute a trajetória do mercado de trabalho. Por fim, a última seção trata do desempenho da política de desenvolvimento nos primeiros meses de 2005.

## 1 Nível de atividade

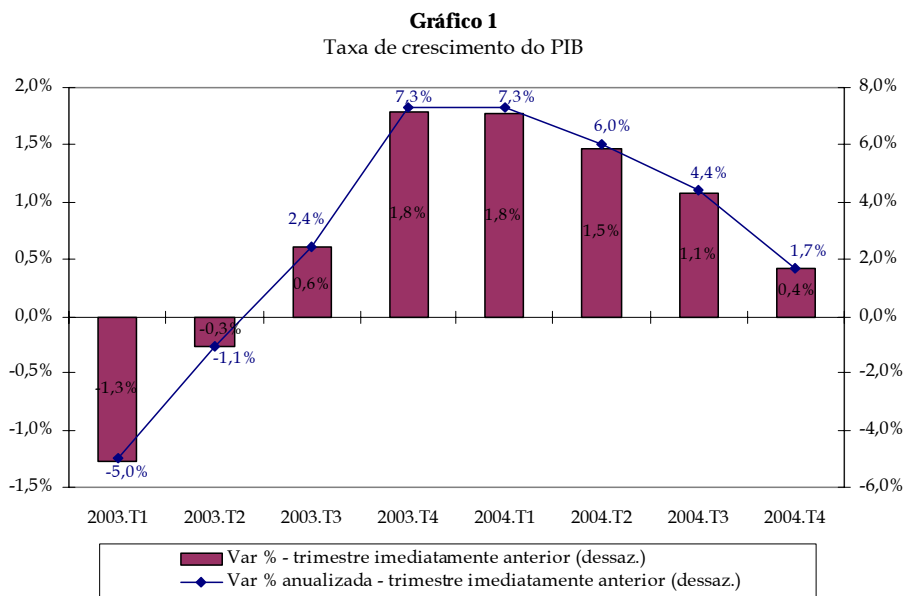
### 1.1 Produto Interno Bruto

Os dados do IBGE confirmaram que a taxa de crescimento do PIB em 2004 foi de 5,2%. Esse crescimento foi o maior que a economia brasileira vivenciou desde 1994. A expansão foi marcada pelo aumento acentuado das exportações, cerca de 18% em relação ao ano anterior, pela elevação da formação bruta de capital fixo, 10,9% sobre 2003, e pelo crescimento do consumo das famílias, de cerca de 4,3%.

No que diz respeito à evolução do produto pela ótica da oferta pôde-se constatar o expressivo crescimento (taxa acumulada dos quatro trimestres de 2004 em relação ao ano anterior) do comércio de 7,9%, da indústria de transformação de 7,7% e da construção de 5,7%. Cabe notar também a expansão de 5,6% e de 5,3% dos outros serviços e da agricultura, respectivamente.

como traço distintivo a aceleração do crescimento. O segundo, iniciado no último semestre do ano passado e cujo movimento ainda não terminou, teve como marca central um crescimento moderado e em desaceleração.

Como é possível notar, a desaceleração foi forte no último trimestre do ano quando a taxa anualizada de crescimento do produto alcançou apenas 1,7%. Este movimento foi determinado, sobretudo, pela retração da formação bruta de capital fixo da ordem de 3,9%, bem como pela pequena desaceleração do consumo das famílias. Pela ótica da oferta este movimento pode ser percebido, de um lado, através da forte desaceleração da indústria que, de uma expansão de 2,7% no terceiro trimestre, passou para 0,5% nos três meses finais de 2004. De outro lado, a desaceleração dos serviços, provavelmente em paralelo ao arrefecimento do consumo das famílias, também contribuiu para o modesto desempenho do período compreendido entre setembro e dezembro do ano passado (Tabela 1).



Fonte: SCN, IBGE. Elaboração própria.

Para além do frio número da taxa acumulada em quatro trimestres, o processo de crescimento foi marcado por dois momentos distintos. O primeiro, que se inicia na segunda metade de 2003 e termina em junho de 2004, teve

Um dos aspectos mais controversos da trajetória da economia no ano passado tem sido a discussão em torno dos fatores que comandaram o crescimento. A controvérsia se dá, em parte, pelo fato de que quando se decompõe a variação do PIB segundo os componentes da demanda se constata que as variáveis domésticas, em conjunto, contribuíram mais que aquelas relativas à demanda externa.

Como se pode constatar no Gráfico 2, a contribuição do consumo das famílias e da formação bruta de capital fixo (FBKF) para a taxa de crescimento do produto foi superior à das exportações.

**Tabela 1**

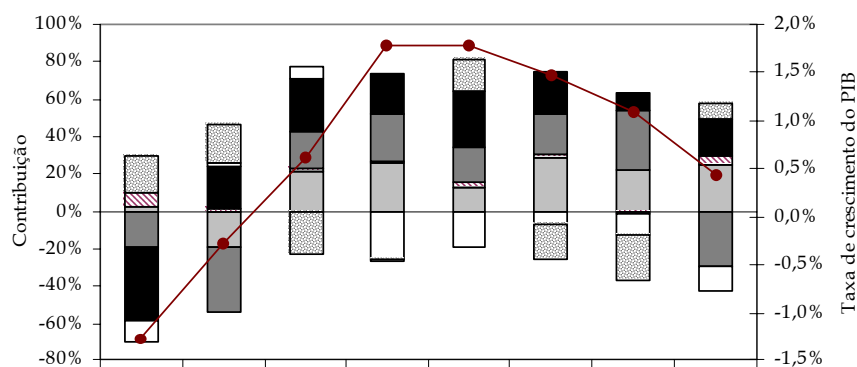
Evolução do PIB pela ótica da produção e da demanda  
variação contra o trimestre imediatamente anterior (com ajuste sazonal)

| Variáveis / Trimestres             | 2004.T1     | 2004.T2     | 2004.T3     | 2004.T4     |
|------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Agropecuária                       | 2,5%        | 0,5%        | -1,9%       | 2,0%        |
| Indústria                          | 1,4%        | 1,2%        | 2,7%        | 0,5%        |
| Serviços                           | 1,1%        | 1,5%        | 0,7%        | 0,5%        |
| <b>PIB a Preços de Mercado</b>     | <b>1,8%</b> | <b>1,5%</b> | <b>1,1%</b> | <b>0,4%</b> |
| Consumo das Famílias               | 0,7%        | 1,6%        | 1,7%        | 1,3%        |
| Consumo do Governo                 | 0,3%        | 0,2%        | -0,2%       | 0,5%        |
| Formação Bruta de Capital Fixo     | 2,8%        | 3,4%        | 6,8%        | -3,9%       |
| Exportações de Bens e Serviços     | 5,4%        | 4,1%        | 2,3%        | 3,2%        |
| Importações de Bens e Serviços (-) | 4,2%        | 1,7%        | 3,6%        | 2,7%        |

Fonte: SCN, IBGE.

**Gráfico 2**

Contribuição dos componentes da demanda agregada às variações do PIB



|                                | 2003.T1 | 2003.T2 | 2003.T3 | 2003.T4 | 2004.T1 | 2004.T2 | 2004.T3 | 2004.T4 |
|--------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Varição de Estoque             | 0,6%    | 0,8%    | -0,3%   | 0,0%    | 0,5%    | -0,5%   | -1,0%   | 0,2%    |
| Importações (-)                | -0,4%   | 0,1%    | 0,1%    | -1,0%   | -0,5%   | -0,2%   | -0,5%   | -0,4%   |
| Exportações                    | -1,2%   | 0,9%    | 0,3%    | 0,8%    | 0,8%    | 0,7%    | 0,4%    | 0,5%    |
| FBKF                           | -0,6%   | -1,4%   | 0,2%    | 1,0%    | 0,5%    | 0,6%    | 1,3%    | -0,8%   |
| Consumo do Governo             | 0,3%    | 0,0%    | 0,0%    | 0,0%    | 0,1%    | 0,1%    | 0,0%    | 0,1%    |
| Consumo das Famílias           | 0,1%    | -0,7%   | 0,2%    | 1,0%    | 0,4%    | 0,9%    | 0,9%    | 0,7%    |
| —●— Taxa de crescimento do PIB | -1,3%   | -0,3%   | 0,6%    | 1,8%    | 1,8%    | 1,5%    | 1,1%    | 0,4%    |

Fonte: SCN, IBGE. Elaboração própria.

A despeito deste fato, que se deve fundamentalmente ao peso de cada componente na demanda agregada, é possível demonstrar que foi o setor externo que deu o impulso necessário para a retomada do crescimento em 2004.

O primeiro indício nesta direção reside no fato de que a taxa de crescimento acumulada das exportações foi mais de quatro vezes superior à do consumo das famílias e quase duas vezes maior que a da formação bruta de capital fixo. O

segundo indício é que quando se observa a trajetória do crescimento acumulado em quatro trimestres nota-se que, desde 1999, as exportações crescem acima dos demais componentes da demanda. Mais do que isto, é possível constatar que, sobretudo o investimento, tem acompanhado, com alguma defasagem no tempo, a trajetória das exportações.

A produção voltada para o mercado externo, ao crescer mais rápido que a produção doméstica, aumenta o grau de utilização da capacidade produtiva, fato que, devido à necessidade de manter o *market share*

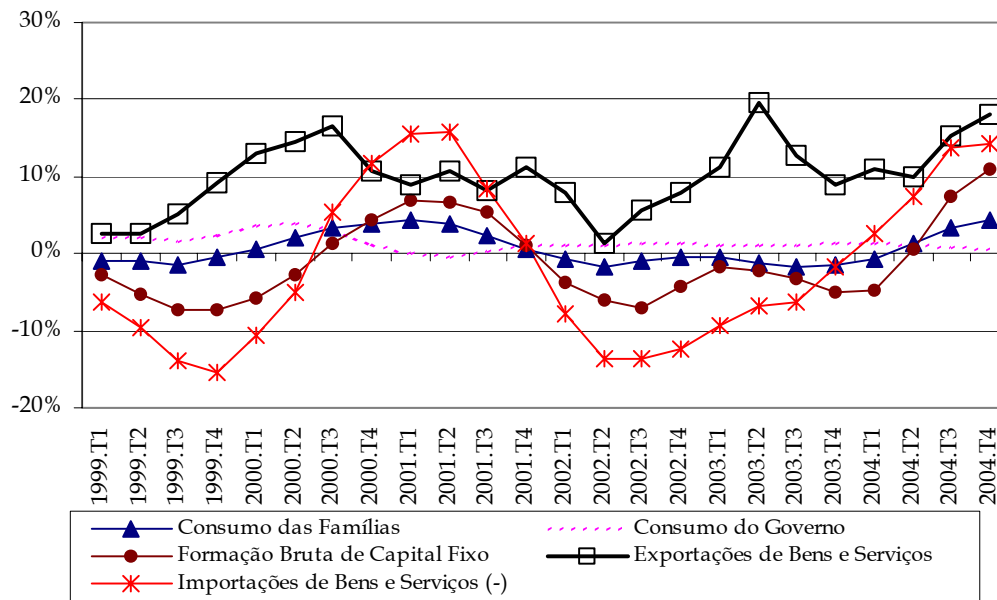
tanto no mercado interno, quanto no mercado externo, induz as empresas a novos investimentos. Assim, o aumento do grau de utilização da capacidade tem sido, como se verá adiante, um dos principais determinantes do investimento no período recente.

Talvez seja lícito supor que também o consumo das famílias tenha sido condicionado pelo crescimento do emprego e da renda nos

setores exportadores, uma vez que é possível notar uma relativa aderência da curva de consumo à de exportações. Porém, neste caso, é preciso levar em conta outros determinantes como a dinâmica própria do mercado de trabalho, o crédito e a inflação.

os de bens de consumo duráveis, com expansão de 21,8%, e bens de capital, com crescimento de 19,7%. Entretanto, este comportamento vigoroso foi maculado pelo pífio crescimento do setor de bens semi e não-duráveis, cuja taxa de aumento não ultrapassou a casa dos 4,0%.

**Gráfico 3**  
Taxa de crescimento acumulada dos componentes da demanda agregada



Fonte: SCN, IBGE. Elaboração própria.

Após este breve retrospecto da economia em 2004, é possível se perguntar sobre os principais indícios da atividade econômica nos meses iniciais e quais as perspectivas para o ano. Esta tarefa será executada nas próximas seções.

## 1.2 Indústria

O comportamento da atividade industrial em 2004 foi, sem dúvida, um dos aspectos mais importantes da trajetória recente da economia brasileira. De acordo com os dados da PIM-PF, do IBGE, em dezembro passado, a taxa de expansão da indústria (extrativa mais transformação), tanto em relação ao mesmo mês do ano anterior como no acumulado do ano, foi da ordem de 8,3%. Os setores que comandaram este crescimento foram

As informações relativas a dezembro do ano passado pareciam sugerir que estava ocorrendo uma inversão, na margem, no comando do crescimento, uma vez que a expansão do segmento de semi e não-duráveis foi a maior naquele mês. Os dados de fevereiro de 2005, porém, parecem ter recolocado a indústria em sua trajetória anterior. Neste caso, é

importante notar que o que se verificava desde junho de 2004, isto é, a desaceleração do ritmo de expansão, sobretudo nos setores que comandaram o crescimento, tornou a acontecer, exceto para o caso de bens de consumo duráveis que liderou o crescimento em fevereiro último. As informações concernentes ao mês de março tornaram o quadro ainda mais complexo. Isto porque, a despeito da recuperação do setor de bens de capital, que cresceu 5,4% em relação a fevereiro, os demais segmentos apresentaram resultados muito ruins, sobretudo o setor de duráveis que no mês anterior havia puxado a expansão da indústria. Cabe destacar que no mês de março ocorreu a segunda queda consecutiva da atividade do setor de produtos semi e não-duráveis, sugerindo, talvez, que o movimento auspicioso de recuperação no final do ano passado tenha sido apenas um

pequeno desvio de sua trajetória de estagnação, fato que parece ser o reflexo da insipiente e renitente recuperação do mercado de trabalho, como se verá mais adiante.

**Tabela 2**  
Indicadores da Produção Industrial por Categorias de Uso

| Atividade                   | Mar-05/Fev-05 | Mar-05/Mar-04 | Acumulado no ano |
|-----------------------------|---------------|---------------|------------------|
| Indústria geral             | 1,5%          | 1,7%          | 3,9%             |
| Indústria extrativa         | 0,4%          | 6,3%          | 5,1%             |
| Indústria de transformação  | 1,2%          | 1,5%          | 3,8%             |
| Bens de capital             | 5,4%          | 0,5%          | 2,5%             |
| Bens intermediários         | 0,1%          | -0,4%         | 1,5%             |
| Bens de consumo duráveis    | -0,7%         | 13,9%         | 13,0%            |
| Semiduráveis e não duráveis | -0,2%         | 1,6%          | 5,4%             |

Fonte: PIM-PF, IBGE.

A magnitude da desaceleração foi forte, uma vez que a variação acumulada da produção industrial no primeiro trimestre do ano em relação ao mesmo período de 2004 foi de apenas 3,9% (Tabela 2). De acordo com a última nota de conjuntura do IPEA,<sup>1</sup> este número foi quase a metade do previsto pelo instituto (7,6%) no Boletim de Conjuntura de março de 2005. Este fato é ainda mais preocupante no que diz respeito ao acumulado do ano nos setores de bens de capital (2,5%) e produtos intermediários (1,5%).

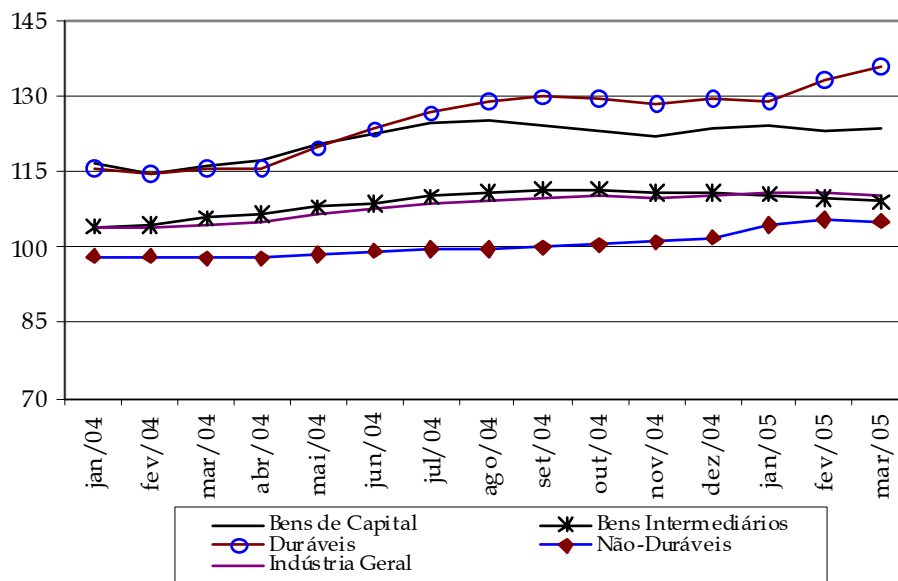
A manutenção do padrão recente de política econômica (juros altos e em elevação, câmbio valorizado e elevado superávit fiscal) e o possível, e cada vez mais provável, desmonte do cenário externo benigno, certamente, reforçarão a

<sup>1</sup> Veja, a este respeito, IPEA. *Nota de conjuntura*, 12 de maio de 2005.

tendência de retração da atividade econômica, sobretudo a industrial. É importante notar que se soma a isto o fato de que não houve um arrefecimento significativo da inflação,<sup>2</sup> o que pode retardar a recuperação, em termos reais, dos rendimentos médios e da massa salarial.

Ao final do primeiro trimestre de 2005, a produção industrial encontra-se, praticamente, no mesmo patamar de dezembro de 2004. Não fosse o resultado de março, o trimestre teria apresentado, possivelmente, um saldo negativo.

**Gráfico 4**  
Índice de média móvel trimestral da produção industrial por categorias de uso



Os dados de março, ainda que tenham atenuado a desaceleração no setor de bens de capital, reforçou a deterioração nos segmentos de

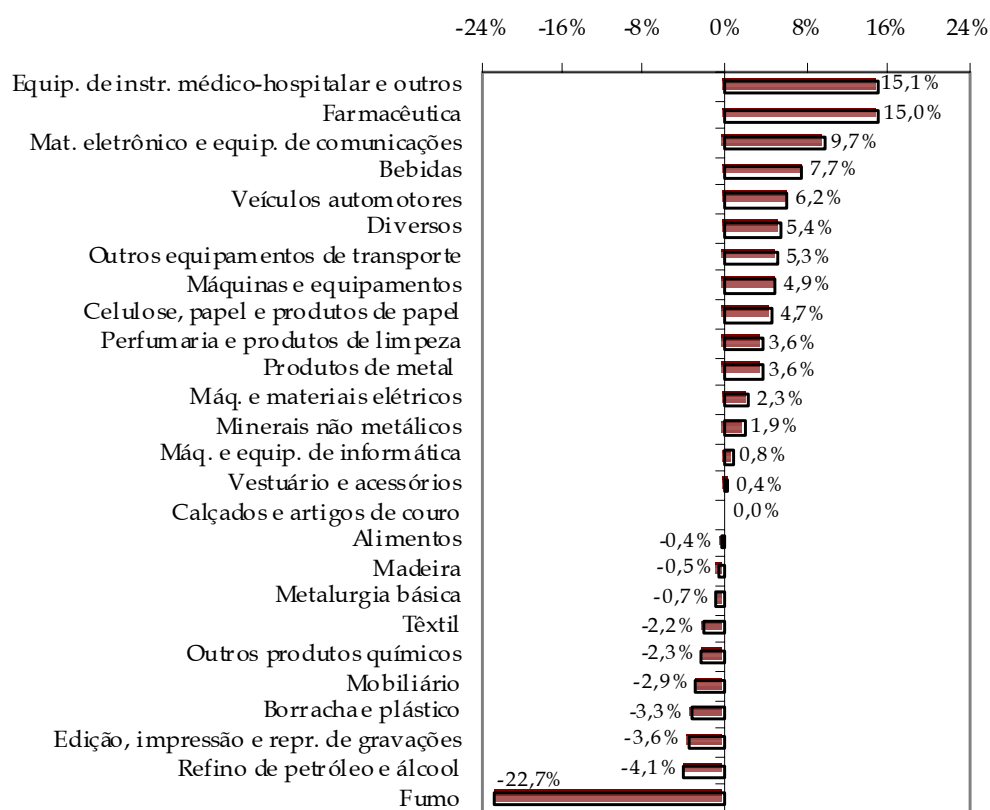
<sup>2</sup> Esta inércia inflacionária, como tem sido destacado na seção sobre moeda e finanças privadas deste boletim, se deve à preponderância dos mecanismos de indexação dos preços administrados e ao choque de oferta que propiciaram uma aceleração da inflação e não à evolução da demanda agregada.

produtos intermediários e de semi e não-duráveis, assim como reduziu a performance do setor de duráveis. Além disso, é possível notar uma grande dispersão setorial no desempenho da indústria. Os dados de março mostram que dos 26 setores pesquisados pela PIM-IBGE, 10 apresentaram variação negativa da produção em relação a março do ano anterior, o que mostra que

## 2 A trajetória do investimento

A continuidade, em 2005, da retração, iniciada no último trimestre do ano passado, do setor de bens de capital representa um dado preocupante, uma vez que a sustentabilidade do crescimento econômico, no médio e longo prazos, depende de uma evolução favorável deste setor.

**Gráfico 5**  
Variação da produção industrial (março de 2005 / março de 2004),  
segundo setores de atividade



Fonte: PIM-PF, IBGE. Elaboração própria.

a desaceleração não ocorreu de forma localizada.

Em suma, há fortes indícios de arrefecimento da atividade econômica, inclusive em um número expressivo de setores. Entretanto, a magnitude desta desaceleração dependerá da evolução da política macroeconômica, assim como do desempenho do setor externo.

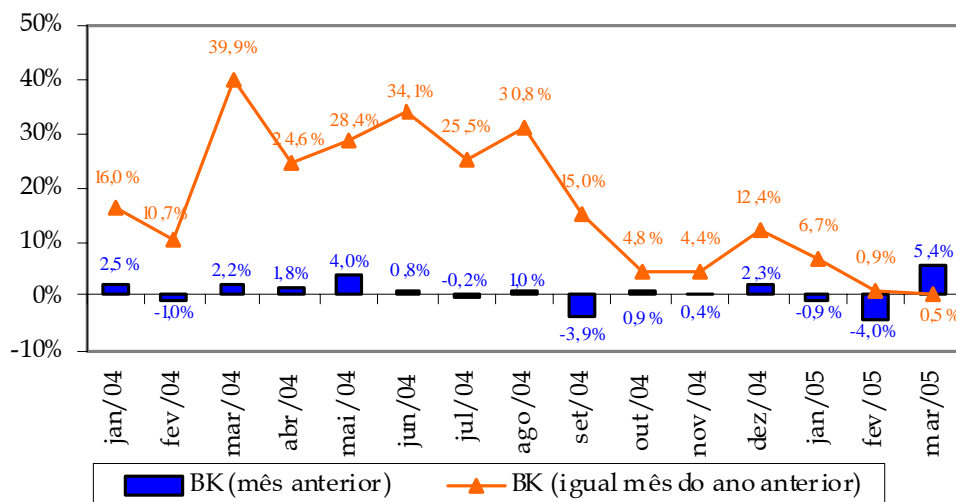
A observação dos dados deste setor na comparação com o mesmo mês do ano anterior revela uma forte desaceleração. Enquanto no primeiro semestre de 2004, a taxa média de crescimento mensal, foi ligeiramente superior a 25%, no segundo semestre, esta taxa situou-se na faixa de 15%, ao passo que nos três primeiros meses de 2005 foi de apenas 2,7%. O mês de dezembro do ano anterior, que foi considerado por alguns como evidência de nova aceleração, parece ter representado apenas um ponto fora da curva. Em 2005, cabe ressaltar, não só a produção de bens

de capital caiu nos dois primeiros meses do ano, como a queda se acentuou de janeiro para fevereiro. Mesmo com o resultado de março, a evolução do investimento situou-se muito aquém do esperado. Segundo o IPEA, a expectativa de crescimento para o primeiro trimestre de 2005, em relação a igual período de 2004, era de 7,3%. No entanto, a expansão efetiva foi de apenas 3,8%. Esta taxa foi o resultado de uma retração neste

trimestre, relativamente ao trimestre anterior, de 2,2% (dados dessazonalizados).<sup>3</sup>

Ademais, as informações atinentes aos diversos ramos do setor de bens de capital mostram que não há evidências de recuperação robusta na produção de bens de capital para a indústria.

**Gráfico 6**  
Variação (%) da produção de bens de capital (BK)



Fonte: PIM-PF, IBGE.

É bem provável que esta retração seja, pelo menos em parte, explicada pelos primeiros vestígios dos efeitos da política de juros altos sobre a atividade econômica. É bom lembrar que a Selic já subiu mais de três pontos percentuais desde setembro de 2004 e que se estima que os efeitos da política monetária sobre o nível de atividade ocorrem entre quatro e seis meses. Mas também é possível que esta retração reflita dois outros fenômenos: a estabilidade, em um patamar mais baixo, do grau de utilização da capacidade produtiva e a redução da rentabilidade dos investimentos.

<sup>3</sup> O IPEA também observa que este mau desempenho esteve associado, em parte, à acumulação de estoques no final do ano passado como resposta à perspectiva de reajustes de preços pelas siderúrgicas, bem como à desaceleração no consumo aparente de máquinas e equipamentos, sobretudo no setor agropecuário.

Existe uma enorme controvérsia acerca dos determinantes do investimento. Porém, para alguns autores, como Dutt (1994), Setterfield (2002) e Blecker (2002),<sup>4</sup> é possível eleger alguns fatores importantes que influenciam a taxa de crescimento do estoque de capital: a taxa de juros, o estado de confiança nas expectativas dos empresários, o grau de utilização da capacidade produtiva e a taxa de lucro ou rentabilidade esperada do investimento.

No que diz respeito aos dois primeiros, é possível afirmar que a elevação das taxas de juros nominais e reais desde setembro de 2004 reduziu a atratividade dos investimentos industriais, tanto pelo aumento do custo de oportunidade dos investimentos quanto em relação ao estado de

confiança dos agentes que, segundo os resultados da sondagem conjuntural da indústria de transformação da Fundação Getúlio Vargas<sup>5</sup>, apresentou arrefecimento no primeiro trimestre de 2005, em relação a igual período do ano anterior.

Quanto às informações sobre o grau de utilização da capacidade e à rentabilidade dos

<sup>4</sup> Veja, a este respeito, Dutt, Amitava. On the long-run stability of capitalist economies: implications of a model of growth and distribution. In: Dutt, A. K (Ed.). *New directions in analytical political economy*. Edward Elgar, 1994. Setterfield, Mark. Introduction: a dissenter's view of the development of growth theory and the importance of demanded-led growth. In: Setterfield, Mark. (Ed.). *The economics of Demanded-led Growth - Challenging the Supply-side Vision of the Long Run*. Edward Elgar, 2002. Blecker, Robert. Distribution, demand and growth in neo-Kaleckian macro-models. In: Setterfield, Mark. (Ed.). *The economics of Demanded-led Growth - Challenging the Supply-side Vision of the Long Run*. Edward Elgar, 2002.

<sup>5</sup> Veja, a este respeito, FGV. *Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação*, n. 155, 7 de abril de 2005.

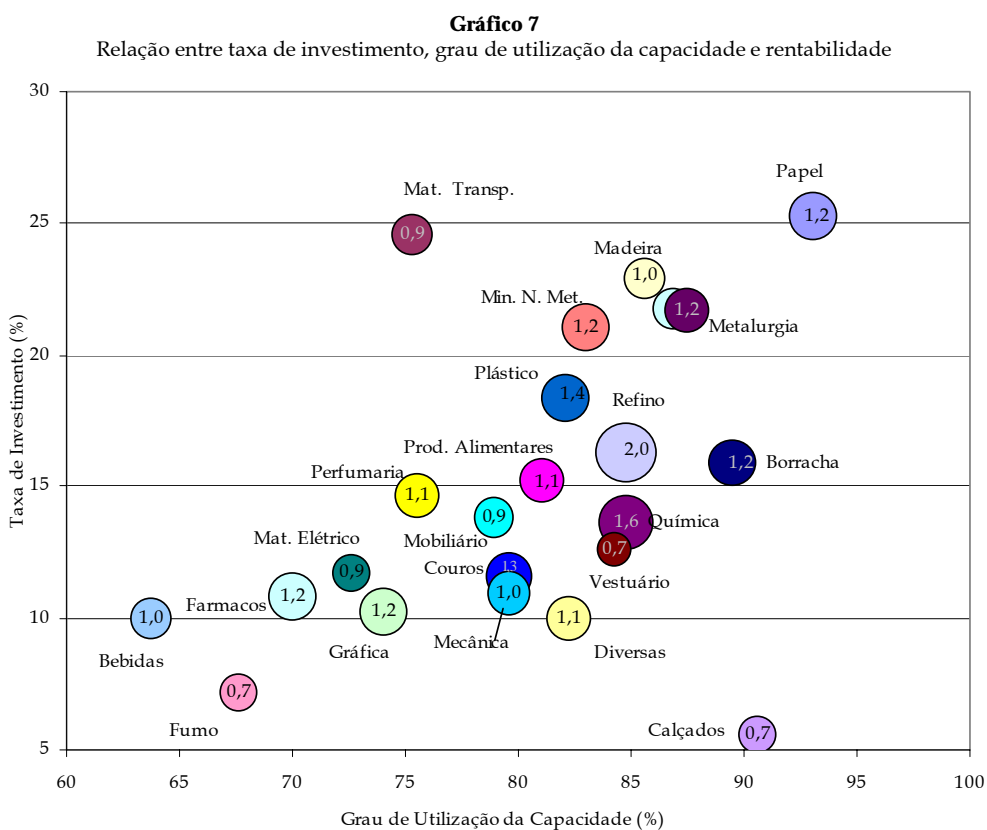


investimentos, estas têm mostrado uma relativa deterioração, afetando negativamente as condições para a tomada de decisão dos investimentos.

O gráfico a seguir mostra a relação existente, no período 2000-2002, entre a taxa de investimento setorial (medido pela relação entre o valor das aquisições do ativo imobilizado e o valor da transformação industrial - VTI), o grau de utilização da capacidade produtiva e a rentabilidade dos investimentos (medida pela relação entre o índice de preços no atacado de cada setor e o índice de preços dos bens de capital), que é mostrada pelo diâmetro das circunferências.

rentabilidade, o grau de associação é mais tênue, mas, de qualquer forma, as taxas de investimento são mais altas nos setores cuja razão entre os índices de preços é superior a 1.

Fischtak e Cavalcanti (2005)<sup>6</sup> estimaram um modelo de painel dinâmico usando dados de 23 setores da indústria de transformação para o período 1996-2002 e encontraram evidências de que as correlações apontadas no Gráfico 7 são robustas estatisticamente. Mais especificamente, suas conclusões foram de que a taxa de investimento setorial responde positivamente ao grau de utilização da capacidade e à razão entre preço de oferta setorial e preço dos bens de capital e que a resposta à variação de preços relativos é mais forte nos setores intensivos em capital.



Fonte: Frischtak e Cavalcanti (2005). Elaboração própria.

É possível notar claramente que existe uma forte associação entre o grau de utilização da capacidade e a taxa de investimento. No caso da

Porém, uma vez confirmada esta relação para períodos anteriores, caberia perguntar se ela se confirma para o período 2003-2004 e qual foi o comportamento das duas variáveis determinantes da taxa de investimento. Quanto à primeira questão não é possível respondê-la, uma vez que este tipo de exercício depende dos dados da pesquisa industrial anual (PIA), que ainda não estão disponíveis para o período recente. No que tange à segunda questão, alguns comentários precisavam ser feitos.

<sup>6</sup> Frischtak, Cláudio R. e Cavalcanti, Marco Antônio F. H. *Incentivos fiscais e investimentos no Brasil: uma análise das mudanças recentes*. IEDI, fevereiro de 2005.



Em primeiro lugar, a trajetória do grau de utilização da capacidade produtiva (Gráfico 8) começou a aumentar a partir de setembro de 2003, alcançando seu máximo em junho de 2004. A partir de então se verifica, claramente, uma tendência de diminuição do uso da capacidade instalada.

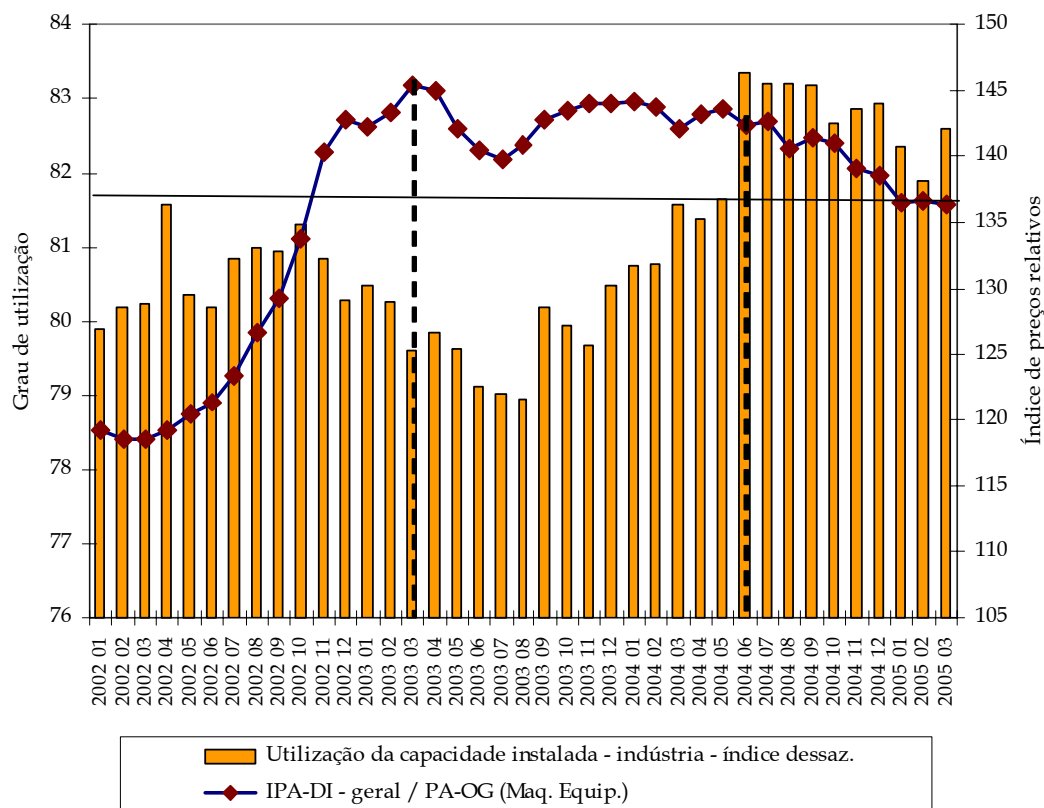
Em segundo lugar, a evolução do índice de preços relativos (Gráfico 8) passou por três momentos distintos no período recente: melhora, estabilidade e deterioração moderada. O primeiro, que começa no início do ano de 2002, foi marcado pelo aumento acentuado dos preços da indústria vis a vis os preços dos bens de capital. O segundo,

que começa em março de 2003, teve como característica distintiva a estabilidade desta relação, cujo valor médio do índice, até maio de 2004, foi de cerca de 143. Por fim, o último período foi de deterioração moderada. A partir de junho do ano passado, houve uma diminuição do valor deste índice que até março de 2005 foi, em média, de aproximadamente 139,5.

Ainda que seja positivo, o menor valor do índice reflete uma queda da rentabilidade dos novos investimentos.

Esta deterioração se deve, em parte, ao aumento dos preços dos investimentos, decorrência, principalmente, do aumento nos preços do ferro, aço e derivados verificado no ano passado. De acordo com o *Boletim de Conjuntura do IPEA*,<sup>7</sup> cerca de 50% do aumento do investimento como proporção do PIB, de 1,7 pontos percentuais em 2004, se deve a um efeito preço, de tal sorte

**Gráfico 8**  
Grau de utilização da capacidade e índice de preços relativos  
(rentabilidade dos investimentos)



Fonte: Elaboração própria. FGV e CNI.

Nos meses de aceleração do crescimento, este movimento foi reflexo, sobretudo, do aumento do quantum exportado acima do aumento da produção doméstica, como revelam os índices de orientação externa da produção, por categoria de uso. A partir do segundo semestre de 2004, a política econômica mais restritiva, tanto no âmbito fiscal quanto monetário, associada ao baixo dinamismo do mercado de trabalho e o fim da reversão do ciclo anterior contribuíram para o menor grau de utilização.

<sup>7</sup> Veja, a este respeito, *Boletim de Conjuntura do IPEA*, março de 2005.

que grande parte do crescimento da relação investimento/PIB decorreu do aumento do custo relativo dos bens de capital. Certamente, este fato reduz significativamente o entusiasmo quanto à magnitude da expansão da formação bruta de capital fixo no ano passado.

que propiciaram este efêmero regime de crescimento e restabelecer fantasma do *stop and go* da economia brasileira.

Não obstante, algumas mudanças institucionais, colocadas em vigor desde meados do ano passado, podem ter impacto positivo sobre a trajetória das inversões. Isto porque, iniciativas que tendem a melhorar o ambiente que circunscreve a decisão de investimento, podem ampliar o estado de confiança dos agentes.

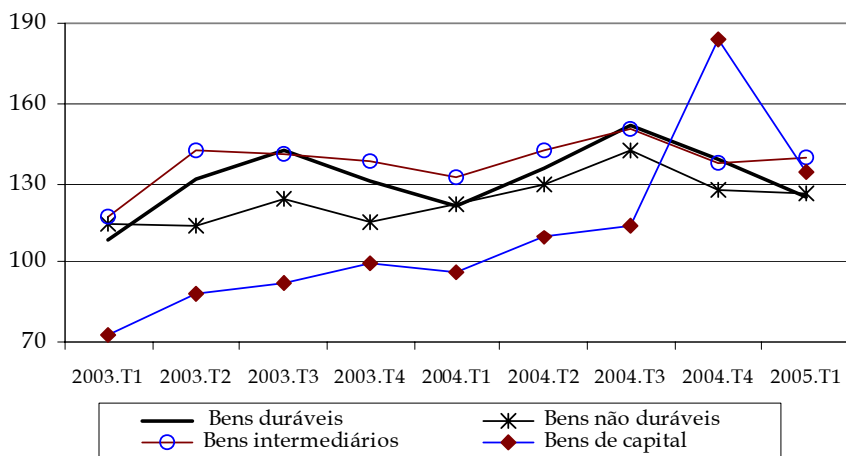
Neste sentido, cabe destacar algumas medidas como: a operacionalização, em agosto do ano passado, do Modermaq, programa de financiamento do BNDES para aquisição de bens de capital nacionais a juros nominais fixos de no máximo 14,95%; a

redução da alíquota de IPI sobre bens de capital de 3,5% para 2% e a ampliação da lista de máquinas e equipamentos desonerados; a ampliação do prazo de recolhimento do IPI para 30 dias; redução progressiva (de 10 para 2 anos) do prazo de compensação dos créditos tributários do PIS e da COFINS incidentes sobre a aquisição de bens de capital nacionais e importados; e, por fim, a redução de dez para cinco anos do prazo de depreciação dos bens de capital para aqueles bens adquiridos até dezembro de 2005.

Além disso, nos últimos dias, tem sido veiculado na mídia a preparação, pelo governo federal, de um novo pacote de desoneração fiscal da produção, cujo intuito seria aumentar a taxa de investimento e auxiliar, no médio e longo prazo, o Banco Central no combate à inflação. Dentre as principais propostas encontra-se a suspensão da cobrança do PIS e da Cofins incidentes sobre a aquisição de máquinas e equipamentos, medida

Gráfico 9

Índices de orientação externa da produção, segundo categorias de uso



Fonte: PIM-PF, IBGE e Funcex. Elaboração própria.

A combinação entre redução do grau de utilização da capacidade, piora da rentabilidade dos investimentos, aumento dos juros e deterioração das expectativas dos agentes, certamente terá repercussões negativas sobre a trajetória do investimento ao longo de 2005.

Ao que parece, a economia brasileira viveu, no último ano, uma espécie de regime de crescimento comandado, **circunstancialmente**, pelas exportações, decorrente da melhora da taxa de câmbio nos anos anteriores, da depressão do mercado interno e, sobretudo, da expansão da economia mundial. O movimento recente de valorização da taxa câmbio e sua alta volatilidade<sup>8</sup>, o aumento das taxas de juros e a conseqüente redução das expectativas de crescimento este ano, bem como a incerteza no cenário externo, podem afetar as circunstâncias

<sup>8</sup> Veja, a este respeito, a SEÇÃO III (Balanço de pagamentos) deste boletim.

que valerá, inicialmente, apenas para as empresas exportadoras. A isenção destes dois tributos deverá reduzir o custo dos novos investimentos em cerca de 10,75%. O alívio fiscal, entretanto, estaria subordinado ao cumprimento de determinadas metas de exportação como, por exemplo, a venda ao exterior de 80% da produção total. Adicionalmente a esta proposta, o governo pretende antecipar a redução para zero da alíquota do Imposto sobre produtos Industrializados (IPI) sobre máquinas e equipamentos (prevista somente para 2006) e ampliar para um mês o prazo de recolhimento na fonte do Imposto de Renda e, talvez, da contribuição previdenciária das empresas (hoje o prazo é de uma semana), o que aumenta o capital de giro das empresas.<sup>9</sup>

Evidentemente, medidas de desoneração fiscal da produção, sobretudo, para a aquisição de máquinas e equipamentos favoreceram o aumento do investimento. Ademais, sua associação com as exportações é desejável, uma vez que pode auxiliar na redução da restrição externa ao crescimento da economia.

Entretanto, a eficiência destas medidas e, portanto, a resultante final deste processo dependerá da magnitude das forças pró e contra o investimento. De qualquer forma, este resultado parece

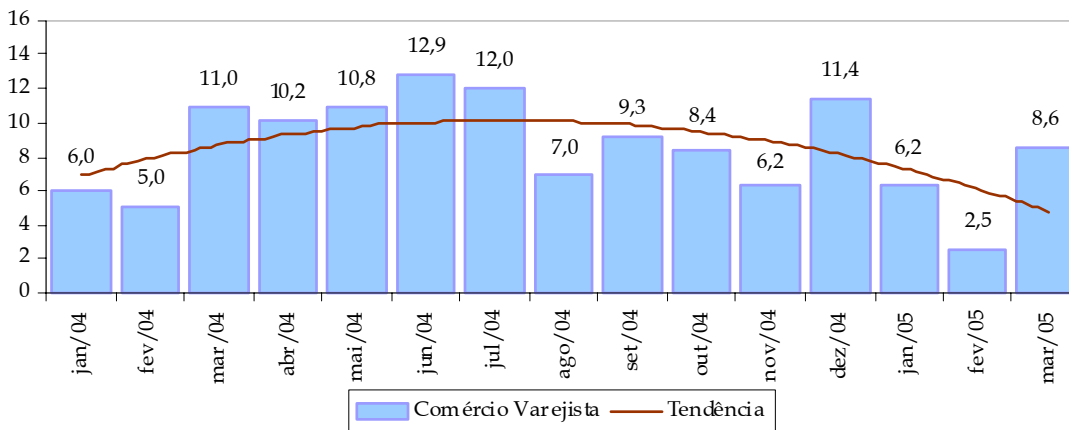
estar condicionado a dois fatores. A trajetória da taxa de juros nos próximos meses, e sua repercussão sobre as expectativas dos agentes, e a manutenção, cada vez menos provável, do cenário favorável ao comércio exterior brasileiro. Ao que todo indica o setor externo será, novamente, o fiel da balança em 2005.

### 3 Crédito, consumo e comércio

Os dados do IBGE mostram que 2004 foi, sem dúvida, um ano de recuperação para o comércio varejista, uma vez que, em 2003, durante todos os meses do ano, o volume de vendas apresentou decréscimos em relação ao mesmo mês do ano anterior.

Em 2005, o volume de vendas do comércio varejista manteve a tendência de desaceleração, verificada desde julho de 2004. Nos meses de janeiro e fevereiro deste ano a diminuição no ritmo de crescimento foi bastante intensa, sendo, parcialmente compensada no mês de março.

**Gráfico 10**  
Variação (%) do volume de vendas do comércio varejista (mesmo mês do ano anterior)



Fonte: PMC, IBGE.

<sup>9</sup> Para maiores informações a esse respeito, veja: Romero, Cristiano. De olho na oferta, governo estuda pacote pró-produção. *Valor Econômico*, n. 1254, 06 de maio de 2005 e Rocha, Janes. Furlan já faz lista de projetos que podem ganhar desoneração. *Valor Econômico*, n. 1257, 11 de maio de 2005.

O arrefecimento da atividade do comércio se manifestou de maneira mais pronunciada no segmento de combustíveis e lubrificantes, cujo volume de vendas nos três meses de 2005

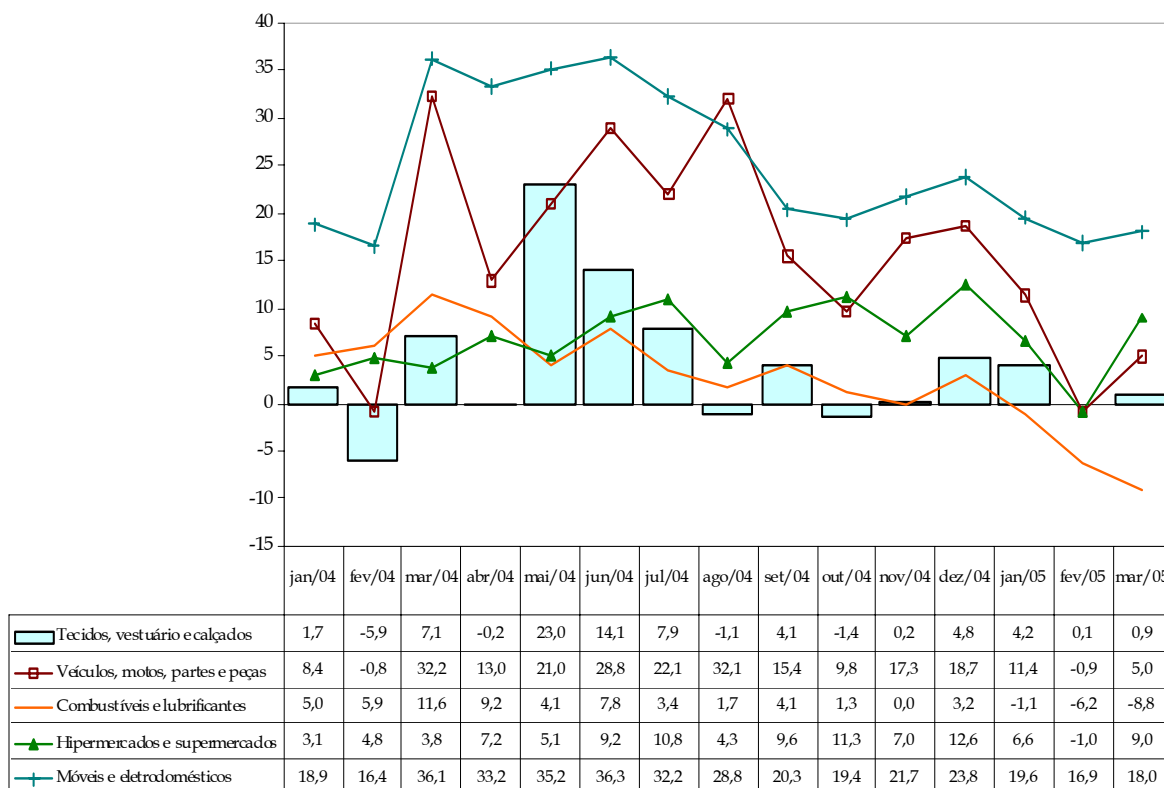
apresentou taxas negativas de variação. Não obstante, também se verifica forte desaceleração nos segmentos de veículos e peças, móveis e eletrodomésticos, assim como no ramo de tecidos, vestuário e calçados. No segmento de hiper e supermercados, a desaceleração foi menos intensa, mas, de qualquer forma o ritmo de crescimento do volume de vendas se estabilizou em um patamar bem inferior ao do segundo semestre de 2004.

quanto da elevação demanda por crédito, associado às expectativas dos consumidores quanto a melhores perspectivas do emprego e/ou da renda.

A redução da taxa de desemprego no ano passado tem sido indicada, por alguns analistas, como um indicativo de que a recuperação do mercado de trabalho teria sido um dos elementos mais importantes da trajetória do comércio varejista.

**Gráfico 11**

Variação (%) do volume de vendas do comércio varejista, segundo setores de atividade (mesmo mês do ano anterior)



Fonte: PMC, IBGE.

A trajetória do comércio pode ser vista como um indicativo do consumo das famílias, refletindo, por um lado, a dinâmica do mercado de trabalho, seja através da ocupação, seja via renda. Por outro lado, pode ser o reflexo do aumento do volume de crédito na economia, decorrente tanto da expansão da oferta, associado à decisão dos agentes do sistema financeiro,

Não obstante à redução do desemprego, é importante salientar que esta decorreu menos do aumento taxa de crescimento da ocupação e mais da queda da taxa de expansão da PEA. Ademais, também não houve expansão do rendimento médio ou da massa salarial, em termos reais, que fosse compatível, tanto com as taxas de

crescimento do comércio quanto do consumo das famílias.

Esta assertiva torna-se mais evidente quando são confrontados os dados do comércio com os da expansão do crédito no ano passado. A análise da evolução do crédito precisa ser feita com alguma cautela, pois o dado ideal para avaliação do volume de recursos novos que efetivamente entra na economia, isto é, o volume de concessões líquidas (descontadas as liquidações de empréstimos) não está disponível. O Banco Central fornece dois indicadores que, olhados em conjunto, podem auxiliar no entendimento do que, de fato, ocorreu com o crédito em 2004. O primeiro é o volume de crédito com recursos livres que diz respeito ao estoque total das operações de empréstimos e financiamentos concedidas pelas instituições integrantes do Sistema Financeiro

Nacional. A vantagem desta estatística é que nela estão incluídas as novas concessões e as liquidações destes empréstimos. Porém, traz embutida a carga de juros, o que faz com que os dados superestimem a magnitude do crédito concedido. O segundo indicador se refere às novas concessões que, embora estejam livres do peso dos juros, não contemplam as liquidações. Assim, procurar-se-á analisar estes dois indicadores.

Como é possível observar na tabela a seguir, a expansão do crédito com recursos livres

**Tabela 3**  
Evolução do volume de crédito<sup>(1)</sup> (recursos livres)

| Segmentos                                     | 2004   | Mês <sup>(2)</sup> | 12 meses <sup>(3)</sup> | Participação no total do crédito <sup>(5)</sup> |
|---|--------|--------------------|-------------------------|---|
| Total   | 9,6%   | 1,0%               | 12,5%                   | 100,0%  |
| Indústria                                     | -0,6%  | -0,4%              | 2,9%                    | 25,0%   |
| Habitação                                     | -4,4%  | 0,0%               | -2,3%                   | 5,2%  |
| Rural   | 14,5%  | 0,4%               | 13,9%                   | 11,0%   |
| Comércio                                      | 17,4%  | -0,1%              | 20,1%                   | 11,3%   |
| Outros Serviços                               | 2,7%   | 1,8%               | 7,0%                    | 16,5%   |
| Pessoas Físicas                               | 23,7%  | 2,8%               | 23,8%                   | 27,1%   |
| - Cheque Especial                             | 2,1%   | 3,2%               | 4,7%                    | 2,3%  |
| - Crédito Pessoal                             | 32,3%  | 5,3%               | 38,6%                   | 9,8%  |
| - Financiamento Imobiliário                   | -27,3% | -1,8%              | -13,9%                  | 0,2%  |
| - Veículos                                    | 18,0%  | 1,8%               | 17,0%                   | 8,0%  |
| - Cartão de Crédito                           | 17,8%  | -4,7%              | 25,0%                   | 1,8%  |
| - Outros                                      | 8,8%   | 2,4%               | 17,0%                   | 5,1%  |
| Operações consignadas em folha <sup>(4)</sup> | 79,2%  | 9,3%               | 94,0%                   | 3,0%  |
| - Público                                     | 63,7%  | 9,9%               | 83,4%                   | 2,6%  |
| - Privado                                     | 281,5% | 6,0%               | 197,5%                  | 0,4%  |

**Fonte:** Elaboração própria. Nota para a imprensa, Banco Central do Brasil, março de 2005.

Notas:

(1) Variações em termos reais, deflacionada pelo IPCA.

(2) Mar-05/Fev-05

(3) Mar-05/Mar-04

(4) Estes dados se referem a uma amostra, feita pelo Banco Central, em 13 instituições do mercado financeiro. Resultados de fim de período.

(5) A soma dos segmentos não soma 100%, pois foi omitido o setor público. Dados de março de 2005.

na economia brasileira, tomando por base o estoque das operações, foi bastante expressiva em 2004.

Em termos reais, o volume de crédito (recursos livres) cresceu 9,6% em 2004. Houve queda da parcela direcionada para a indústria e para a habitação, enquanto aumentou muito a fração direcionada para o setor rural e para o comércio. A maior taxa de expansão no período foi, todavia, para o crédito para pessoa física, cujo crescimento foi de quase 24% em 2004.

Dentro das várias modalidades deste tipo de crédito, ressaltam-se a expansão do crédito pessoal (32,3%), o financiamento de veículos (18%) e o aumento dos valores associados ao uso de cartão de crédito (17,8%). Certamente, taxas de expansão desta magnitude, em termos reais, influenciaram decisivamente o incremento do consumo, sobretudo de duráveis, e, por conseguinte, do comércio varejista.

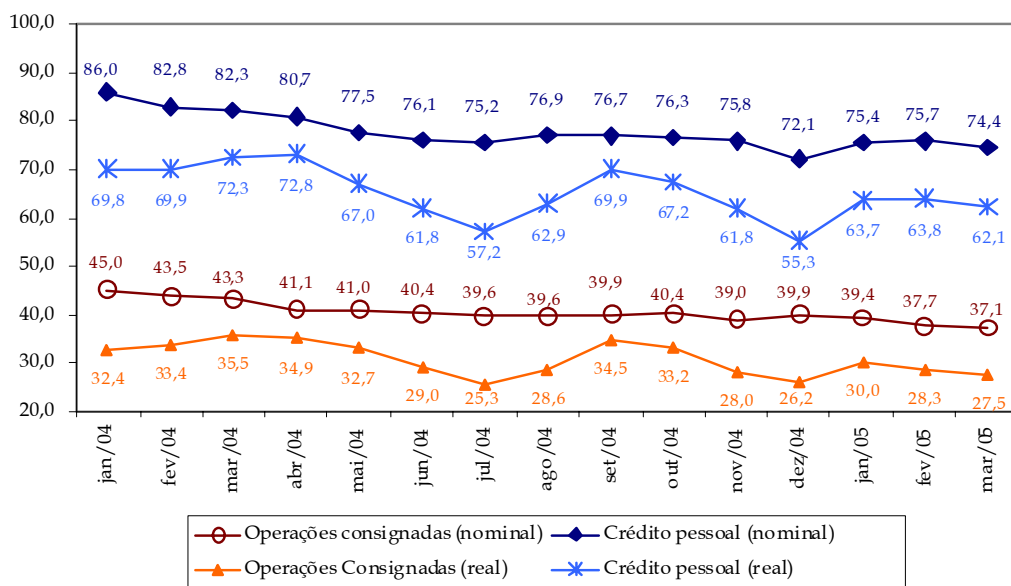
A potência da política de crédito na determinação do consumo e na evolução do comércio varejista parece ser reforçada pela nova modalidade que começou a ganhar relevo no ano passado. Em paralelo à expressiva elevação do crédito pessoal e do cartão de crédito, 2004 teve como marca um extraordinário aumento do crédito consignado em folha de pagamento. Esta modalidade, entretanto, ainda é pouco expressiva, representando apenas 3,0% do volume de crédito total da economia. De qualquer forma, não deixa de ser importante seu crescimento de 79%, em termos reais, fato que se torna mais relevante quando se verifica o aumento deste tipo de empréstimo entre os trabalhadores do setor privado, da ordem de 282%. Dado o pouco peso da modalidade entre os empregados deste setor, é bem provável que se verifique sua elevação nos próximos anos, sobretudo como mecanismo de troca de dívida velha e cara por dívida nova e barata. Sua utilização como instrumento de ampliação do consumo de bens finais, entretanto, deverá ser postergada, pois mesmo que as taxas de juros

sejam mais baixas que as do crédito pessoal, ainda são muito elevadas.

É interessante notar que o processo de expansão do crédito se deu em meio a uma redução das taxas de juros reais cobradas, a despeito das sistemáticas elevações da taxa Selic, a partir de setembro de 2004, fato que se verifica tanto para o crédito pessoal como para o crédito consignado em folha de pagamento.

Esta redução, embora pareça paradoxal com a elevação da Selic, reflete a concorrência do sistema financeiro em um mercado novo e relativamente inexplorado. Sua relevância aumenta em 2005 em virtude das fusões e aquisições de carteiras de crédito consignado, conforme constata o relatório de inflação do Banco Central.<sup>10</sup>

**Gráfico 12**  
Evolução das taxas de juros (% a.a.)<sup>(1)</sup> para o crédito pessoal e para o crédito consignado em folha de pagamentos



Fonte: Elaboração própria. Banco Central do Brasil.

Nota:

(1) Juro real deflacionado pelo IPCA.

<sup>10</sup> Veja, a este respeito: Banco Central do Brasil. *Relatório de Inflação*, março de 2005.



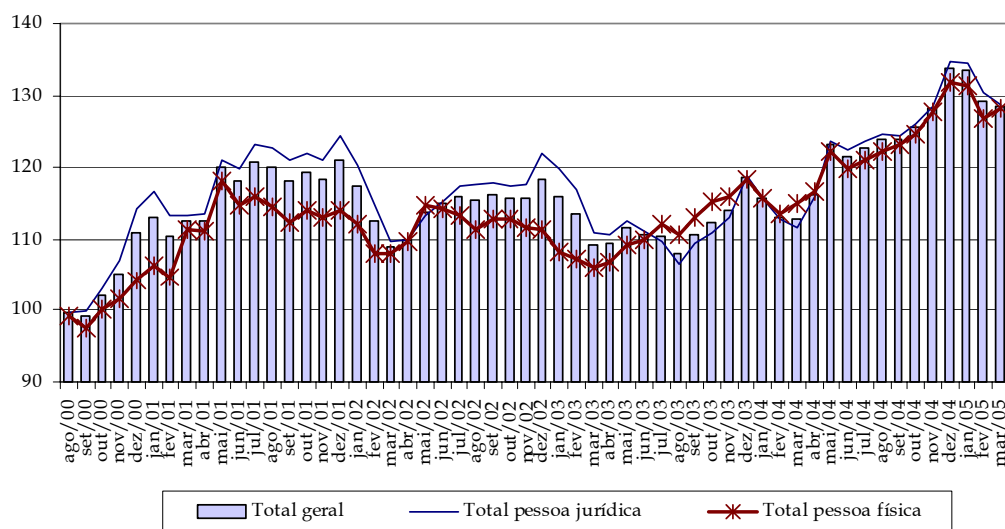
A evolução do crédito neste ano tem sido forte. Entretanto, os dados coletados até março têm algumas peculiaridades que revelam comportamentos divergentes entre os diversos segmentos e que talvez apontem para perspectivas de curto e médio prazo distintas. No que diz respeito à taxa de crescimento entre março de 2005 e o mesmo mês do ano anterior, o melhor desempenho foi do segmento para pessoa física, com ênfase para o crédito pessoal, sobretudo, os empréstimos consignados em folha. Cabe destacar também o bom desempenho do segmento de cartão de crédito e do financiamento para a aquisição de veículos. No entanto, os dados para a indústria, habitação e financiamento imobiliário para pessoa física apresentaram retração, o que pode ser um indício de que decisões que envolvam financiamentos de prazo mais longo estejam sendo postergadas. É difícil saber se a evolução do volume de crédito até o fim do ano superará a de 2004. De qualquer forma, seu crescimento, em 2005, dependerá, de um lado, das expectativas dos consumidores e empresários quanto à trajetória futura da economia, assim como, da avaliação por parte dos ofertantes de crédito dos riscos esperados de inadimplência.

Quando se observam os dados de concessão, é possível constatar uma tendência semelhante a do estoque de crédito. As informações contidas no gráfico a seguir mostram que a partir de março de 2003, o número de concessões para pessoa física passou a crescer de forma ininterrupta, invertendo a tendência anterior.<sup>11</sup>

Porém, o movimento não é necessariamente generalizado, uma vez que é possível constatar trajetórias distintas segundo as modalidades de crédito. Assim como na análise dos estoques, a modalidade de maior destaque é o crédito pessoal, cujo crescimento das concessões tem superado o das demais modalidades nos últimos doze meses. As concessões de cartão de crédito também tiveram um forte aumento a partir de março de 2004. Os meses de fevereiro e março deste ano, entretanto, apresentaram um arrefecimento maior do que o esperado para o período. No que diz respeito à aquisição de bens e veículos e do cheque especial, a trajetória foi bem mais modesta do que aquela verificada nas modalidades anteriores. Com efeito, nestes casos, se verifica uma certa estabilidade relativa-mente à média dos últimos anos. Por fim, cabe salientar a

evolução das concessões atinentes ao financiamento imobiliário que, após terem apresentado retração até junho de 2004, tiveram uma intensa recuperação no segundo semestre daquele ano. No entanto, o recuo das novas concessões no início de 2005 foi tão intenso que fez o índice da média móvel trimestral recuar a um valor próximo ao do menor patamar verificado no ano passado.

**Gráfico 13**  
Índice de média móvel trimestral das concessões de crédito do Sistema Financeiro Nacional

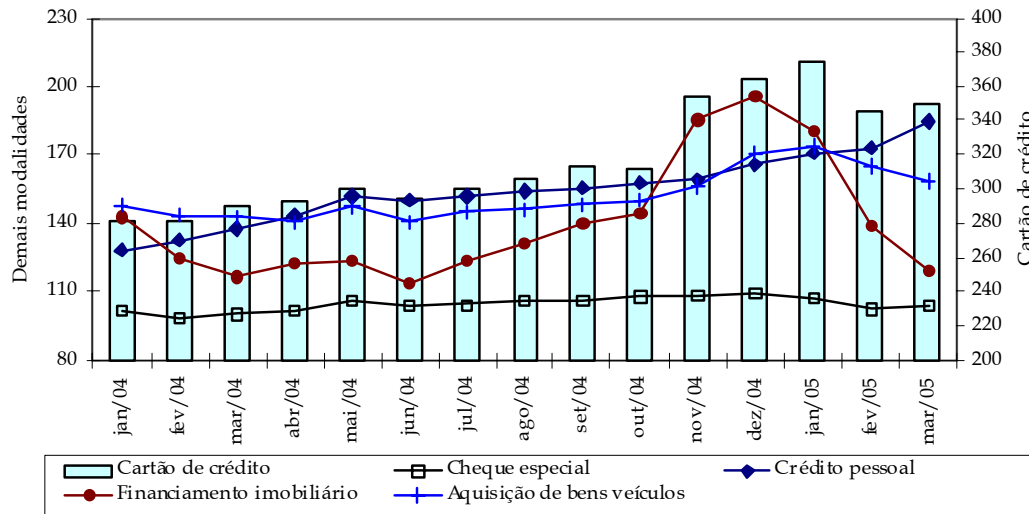


Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

<sup>11</sup> Os dados relativos à média diária de concessões apontam, entretanto, para uma redução no mês de março. Para maiores detalhes, veja, a SEÇÃO III (Moeda e finanças privadas) deste boletim.



**Gráfico 14**  
Índice de média móvel trimestral das concessões de crédito do Sistema Financeiro Nacional, segundo modalidades de crédito



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

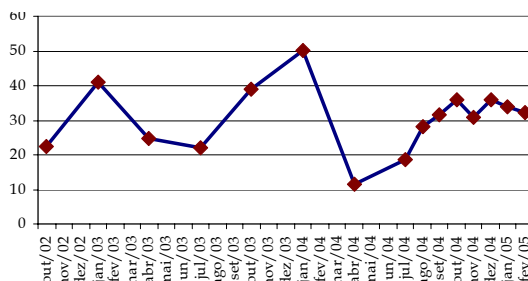
A evolução do crédito, seja do estoque, seja das novas concessões, se mostrou bastante vigorosa em 2004. Estes resultados sugerem, portanto, uma forte conexão entre o volume de crédito e a expansão do consumo das famílias e do comércio varejista. Porém, o desempenho do comércio em 2004 não parece ter feito mais do que repor as perdas de 2003. Além disso, em 2005, a despeito da evolução favorável do crédito, o volume de vendas do comércio varejista manteve a tendência de desaceleração, verificada desde julho de 2004, como se afirmou anteriormente. Neste sentido, é interessante notar que tanto nos setores ligados à renda, que mostrou uma pequena recuperação nos últimos quatro ou cinco meses, quanto nos setores ligados ao crédito, a

desaceleração se mantém, talvez como reflexo da menor confiança do consumidor quanto ao futuro do mercado de trabalho como revelam os dados dos Gráficos 15 e 16

A melhora das estatísticas do comércio varejista em março parece ser apenas um pequeno desvio de curso, uma vez que a manutenção da

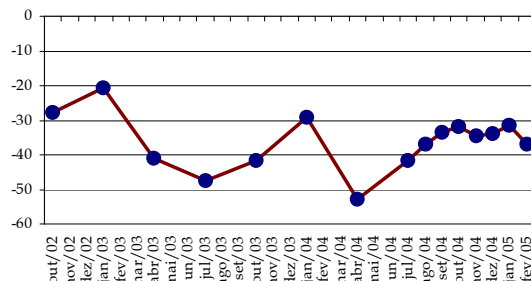
seqüência de altas da taxa Selic deve, mais cedo ou mais tarde, aumentar o custo do crédito para pessoa física e a deterioração dos indicadores do mercado de trabalho deve aumentar a limitação do consumo derivado dos salários. É importante notar que existe um limite para a expansão do crédito e, por conseguinte do consumo e do comércio. Este limite é dado, como já se afirmou no boletim anterior, pela expansão da renda. A menos que o rendimento médio real cresça acima da taxa real de juros, haverá um ponto em que não será mais possível expandir o crédito, seja pela menor confiança dos consumidores, seja pelo comprometimento excessivo da renda com juros, fato que aumenta o risco de inadimplência e reduz o crédito pelo lado da oferta.

**Gráfico 15**  
Sondagem de expectativas do consumidor  
Previsões de MELHORA menos previsões de PIORA para a situação econômica do país (p.p.)



Fonte: CNI.

**Gráfico 16**  
Sondagem de expectativa do consumidor  
Famílias que prevêm que será mais FÁCIL conseguir trabalho menos as que prevêm que será mais DIFÍCIL (p.p.)



## 4 Emprego e renda

O mercado de trabalho foi o segmento que mais demorou a reagir na atual recuperação da economia brasileira. A redução do desemprego foi sem dúvida um dos aspectos positivos, mas resultou muito mais da desaceleração da PEA do que do aumento da taxa de crescimento da ocupação.

Os dados relativos aos três primeiros meses de 2005 refletiram o comportamento sazonal para esta época do ano, com redução da ocupação e aumento do desemprego. Mesmo assim, alguns aspectos merecem destaque para este período. O primeiro diz respeito ao crescimento da ocupação com carteira e a queda no número de postos de trabalho sem carteira. O primeiro caso parece ser reflexo do aumento da fiscalização, uma vez que houve redução na ocupação no setor de atividade que, em geral, mais contrata trabalhadores com carteira assinada, isto é, a indústria. No segundo caso, o movimento era esperado, uma vez que nos momentos de aumento do desemprego, os primeiros a serem dispensados são os trabalhadores em atividades domésticas, outros serviços e construção civil, como é possível verificar na Tabela 4.

A redução do número de postos de trabalho, acompanhada do aumento da população economicamente ativa (PEA) redundaram em uma ampliação da taxa de desemprego comum para o período. Entretanto, o que não parece comum é que a média móvel trimestral tanto da PEA quanto das pessoas ocupadas (PO) venha apresentando um movimento de arrefecimento desde junho do ano passado e, desde dezembro último, uma tendência de queda. No mês de março, em consonância com o melhor desempenho tanto da indústria como do comércio, constata-se uma pequena recuperação no número de pessoas ocupadas, porém inferior ao crescimento da força de trabalho, o que propiciou um novo aumento na taxa de desemprego.

**Tabela 4**  
Análise do Mercado de Trabalho

| Variáveis  | Variação (%)  |              |              | Variação acumulada (mil) |            |
|--|---------------|--------------|--------------|--------------------------|------------|
|  | mar05 / fev05 | fev05/ jan05 | mar05/ mar04 | mar (2005)               | mar (2004) |
| PEA  | 0,9%          | 0,2%         | 1,7%         | 72                       | 128        |
| População Ocupada  | 0,7%          | -0,3%        | 3,9%         | -204                     | -301       |
| População Desocupada                                     | 2,7%          | 5,0%         | -13,9%       | 277                      | 429        |
| <b>Posição na Ocupação</b>                               |               |              |              |                          |            |
| Com carteira <sup>1</sup>                                | 0,5%          | 1,3%         | 6,3%         | 126                      | -48        |
| Sem carteira <sup>1</sup>                                | -0,2%         | -1,9%        | 4,9%         | -258                     | -192       |
| Conta própria  | 1,6%          | -2,4%        | -3,0%        | -84                      | 41         |
| Empregador   | -1,4%         | 1,8%         | 2,2%         | 7                        | -36        |
| <b>Setores</b>   |               |              |              |                          |            |
| Indústria  | 2,3%          | -1,4%        | 8,5%         | -5                       | -123       |
| Construção   | 2,3%          | -1,4%        | -0,1%        | -56                      | 14         |
| Comércio   | -2,2%         | 0,5%         | -0,3%        | -87                      | -115       |
| Serviços às empresas, ativ. Imobil. e interm. financeira | -0,3%         | 0,7%         | 6,9%         | -16                      | -1         |
| Adm Pública  | 3,9%          | 0,9%         | 3,9%         | 130                      | 13         |
| Serviços Domésticos                                      | 0,5%          | -0,1%        | 7,6%         | -33                      | 21         |
| Outros Serviços  | 0,0%          | -1,6%        | 2,8%         | -125                     | -85        |

Nota:

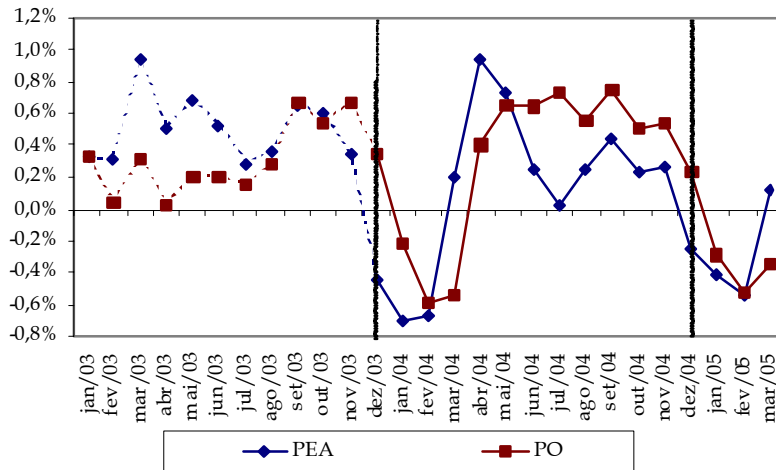
(1) Pessoas de 10 anos ou mais de idade, empregadas do setor privado no trabalho principal na semana de referência, com indicativo ou não de carteira de trabalho assinada.

Esta pode ser uma indicação de que a evolução da taxa de desemprego, em 2005, dependerá, novamente, mais do diferencial de taxas de crescimento entre oferta e demanda por trabalho do que de um vigoroso crescimento das ocupações.

No que diz respeito à evolução dos rendimentos, o crescimento do salário médio real vem sustentando a modesta ascensão da massa real de rendimentos, a despeito da queda da ocupação (Gráfico 19). Este movimento, entretanto, precisa ser analisado com cautela, pois quando se observam os dados sobre a variação da massa salarial, em termos reais, em relação ao mesmo mês do ano anterior (Gráfico 20), nota-se que esta taxa se estabilizou desde agosto do ano passado e começa a apresentar sinais de desaceleração.

**Gráfico 17**

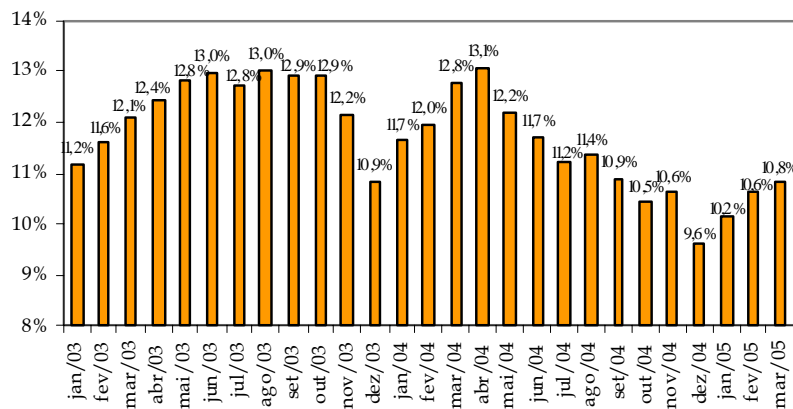
Variação (%) da média móvel trimestral da população economicamente ativa (PEA) e da população ocupada (PO)



Fonte: PME, IBGE. Elaboração própria.

**Gráfico 18**

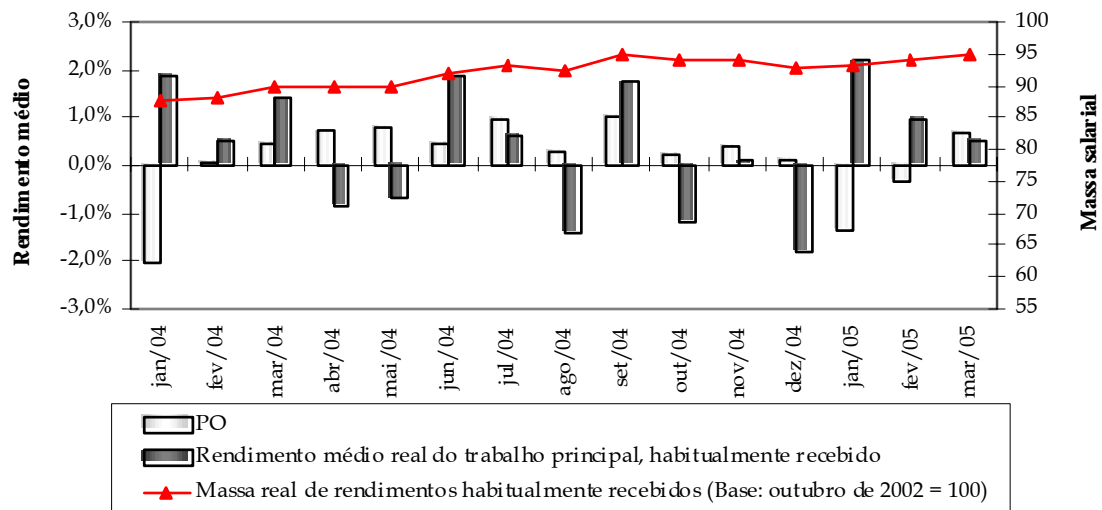
Taxa de desemprego



Fonte: PME, IBGE.

**Gráfico 19**

População ocupada, rendimento médio e índice de massa salarial



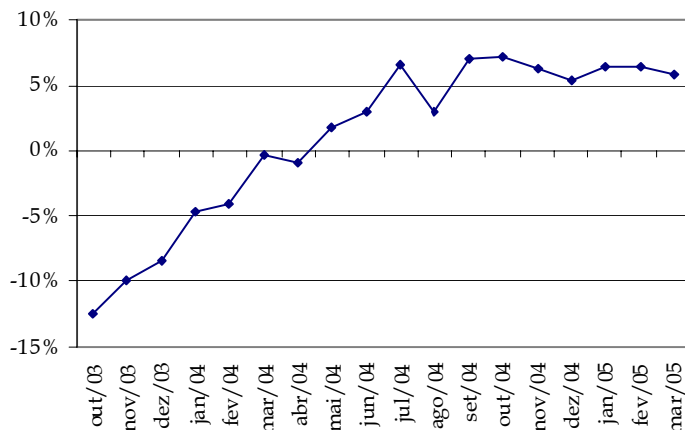
Fonte: PME, IBGE. Elaboração própria.

Há indícios, portanto, de que pode estar em curso uma desaceleração mais acentuada do crescimento do rendimento médio real e da massa salarial para o conjunto das seis regiões metropolitanas, apontados na pesquisa do IBGE.

A continuidade da elevação dos juros pelo Banco Central deve diminuir o já modesto ritmo de crescimento da ocupação, tanto pela deterioração do estado de expectativas dos agentes, quanto pelo aumento do custo efetivo do crédito que já começa a pesar nas decisões de produção e investimento. O menor ritmo de expansão de postos de trabalho pode amainar ou mesmo interromper o crescimento do rendimento médio e da massa salarial, em termos reais, ao longo deste ano.

Assim, no contexto de acirramento da política monetária contracionista, talvez seja razoável esperar menos do que se previa quanto à trajetória do mercado de trabalho em 2005, sobretudo, no que diz respeito à

**Gráfico 20**  
Crescimento da massa salarial em relação  
ao mesmo mês do ano anterior



Fonte: PME, IBGE. Elaboração própria.

sua capacidade indutora do crescimento.

## 5 Política de desenvolvimento

Avaliar a condução da política de desenvolvimento é tarefa complexa, isto porque implica desde o monitoramento da execução do orçamento de investimento da administração direta e das estatais, da política de desembolsos do BNDES e do conjunto das agências financeiras, assim como o acompanhamento das alterações institucionais que podem afetar a dinâmica produtiva.

Do ponto de vista da execução do orçamento de investimento da administração direta, muito embora o limite autorizado tenha crescido, em termos nominais, cerca de 16% e as despesas empenhadas mais de 90%, as despesas liquidadas até fevereiro de 2005 caíram 53%, em relação ao mesmo período do ano anterior. Apesar da redução, chama a atenção, até o momento, o aumento das despesas empenhadas e liquidadas nos Ministérios da Agricultura, Pecuária e Abastecimento, de Ciência e Tecnologia, do Desenvolvimento, Indústria e Comércio, assim como de Minas e Energia e de Comunicações.

O aumento das despesas empenhadas nestes ministérios é uma notícia animadora, sobretudo, quando acompanhada do aumento da liquidação. Isto porque, estas unidades orçamentárias são justamente aquelas cujos investimentos têm maior repercussão sobre a atividade econômica. Entretanto, os dados de março do Tesouro Nacional tornam a análise um pouco mais complexa. Se por um lado houve aumento das despesas liquidadas, por outro, nos ministérios, cujos investimentos tem maior repercussão sobre a atividade econômica a médio e longo prazo, houve uma desaceleração das liquidações, ainda que as taxas de crescimento tenham ficado, em geral, positivas.

É difícil projetar qual será o desempenho do orçamento de investimento. Porém, no caso de uma reversão do cenário externo benigno, o Tesouro Nacional será chamado a realizar um esforço fiscal maior, o que, certamente, afetará a execução orçamentária ao longo do ano.

No que diz respeito ao orçamento de investimento da empresas estatais federais, cabe notar o baixo percentual de desempenho no primeiro bimestre de 2005. Segundo o relatório do departamento de coordenação e controle das estatais, a execução do orçamento foi de 7,1% da dotação atual, com destaque para o Ministério das Minas e Energias cujo desempenho esteve acima da média (7,9%). De qualquer forma, estes percentuais estão bem abaixo do previsto para este período do ano, que se situava na casa de 16,7%.<sup>12</sup>

<sup>12</sup> Portaria n. 2, de 31 de março de 2005, do Departamento de Coordenação e Controle das Empresas Estatais, do Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão. Disponível em: <www.planejamento.gov.br>, retirado em 15 de abril de 2005.

**Tabela 5**

Variação (%) dos Investimentos da Administração Federal por órgão e/ou unidades orçamentárias

| Órgão Superior e/ou Unid. Orçamentárias             | Fev-05/Fev-04                  |                   |                   | Mar-05/Mar-04                  |                   |                   |
|---|--------------------------------|-------------------|-------------------|--------------------------------|-------------------|-------------------|
|   | Limite autorizado até dezembro | Despesa empenhada | Despesa Liquidada | Limite autorizado até dezembro | Despesa empenhada | Despesa Liquidada |
| Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento | -25,8%                         | 680,4%            | 166,4%            | 2,1%                           | 0,6%              | -2,8%             |
| Ministério da Ciência e Tecnologia                  | 157,2%                         | 531,4%            | 417,6%            | 72,5%                          | -32,6%            | 18,6%             |
| Ministério do Desenvolv., Indústria e Comércio      | -83,7%                         | 13,3%             | 103,4%            | 3,9%                           | 10,8%             | 53,5%             |
| Ministério de Minas e Energia                       | -49,1%                         | 891,2%            | 487,0%            | -15,4%                         | -51,4%            | 5,8%              |
| Ministério dos Transportes                          | 66,2%                          | 32,1%             | -46,6%            | 699,9%                         | -28,6%            | -43,5%            |
| Ministério das Comunicações                         | 8,0%                           | 4070,5%           | 4094,9%           | -29,0%                         | -48,6%            | 27,0%             |
| Outros  | 0,6%                           | 145,9%            | -63,0%            | 24,8%                          | 29,7%             | 17,4%             |
| <b>Total</b>  | <b>16,1%</b>                   | <b>94,7%</b>      | <b>-53,4%</b>     | <b>32,0%</b>                   | <b>24,1%</b>      | <b>17,1%</b>      |

Fonte: Resultado do Tesouro Nacional – Março/Abril de 2005.

**Tabela 6**

Investimentos das Empresas Estatais Federais por órgão e/ou unidades orçamentárias (R\$ mil)

| Órgão e/ou unidades orçamentárias                   | Dotação Atual     | Realizado no 1º bimestre | Desempenho (%) |
|---|-------------------|--------------------------|----------------|
| Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento | 13.120            | 750                      | 5,7            |
| Ministério da Ciência e Tecnologia                  | 3.086             | 25                       | 0,8            |
| Ministério da Fazenda                               | 3.435.496         | 36.578                   | 1,1            |
| Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio | 108.285           | 244                      | 0,2            |
| Ministério de Minas e Energia                       | 31.299.870        | 2.479.836                | 7,9            |
| Ministério da Previdência Social                    | 35.000            | 966                      | 2,8            |
| Ministério dos Transportes                          | 376.590           | 2.110                    | 0,6            |
| Ministério das Comunicações                         | 663.002           | 18.717                   | 2,8            |
| Ministério da Defesa                                | 54.200            | 1.644                    | 3,0            |
| <b>Total</b>  | <b>35.988.649</b> | <b>2.540.870</b>         | <b>7,1</b>     |

Fonte: Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão e Departamento de Controle e Coordenação das Empresas Estatais.

Um outro aspecto da política de desenvolvimento que merece atenção diz respeito à política de crédito direcionado. As expectativas em torno da execução desta política têm sido muito grandes, sobretudo após o anúncio feito, por parte do presidente do BNDES, de uma ampliação nos desembolsos da instituição de cerca 50% em 2005.

Os números de março de 2005 mostram que o crédito direcionado ficou estável em termos reais. No que tange à distribuição dos recursos, houve retração acentuada nos repasses do

BNDES, o que representou uma queda nos total de recursos da instituição neste mês. Porém, a despeito desta estabilidade, comum para a época do ano, houve aumento real do volume de crédito direcionado de cerca de 5,6% entre março de 2005 e o mesmo mês do ano anterior. As marcas desta evolução esti-

veram relacionadas, de um lado, ao aumento expressivo do crédito direto do BNDES e dos recursos para o setor rural e, de outro, a diminuição do crédito para habitação e dos repasses do BNDES, todos em relação a março de 2004.<sup>13</sup>

**13** Ao final da edição deste boletim, o BNDES divulgou seu Boletim de desempenho, onde constata que em abril, os desembolsos tiveram queda e, entre janeiro e abril de 2005, as consultas apresentaram retração de 6%, em relação a igual período do ano anterior. Veja, a este respeito, Boletim de desempenho do BNDES, abril de 2005 em <www.bnades.gov.br>.

**Tabela 7**  
Volume de Crédito Direcionado (R\$ Milhões, a preços de março de 2005 – IPCA)

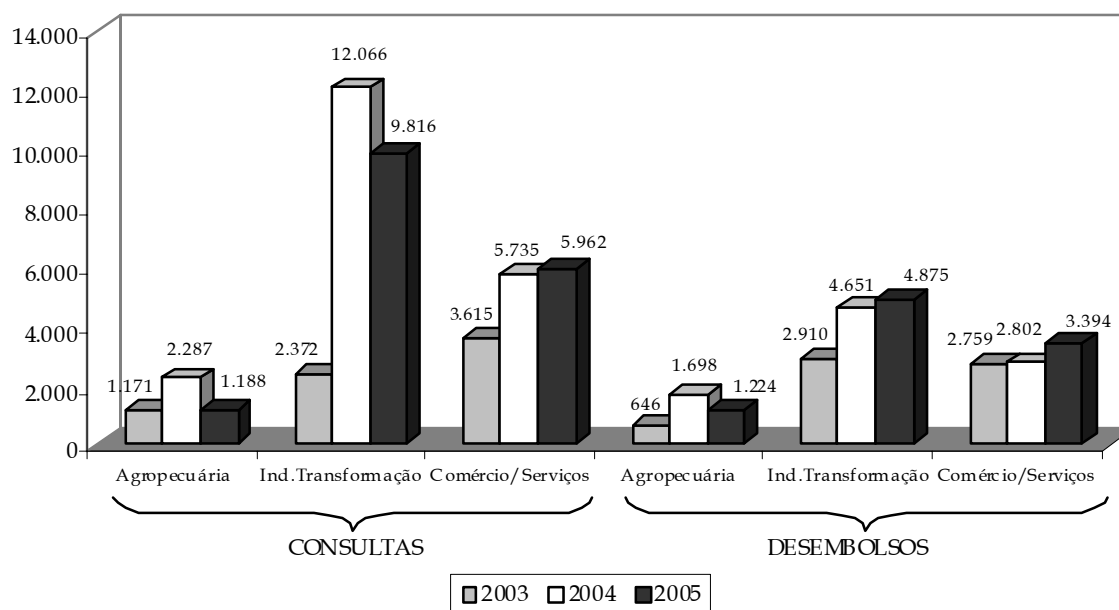
| Período                   | Habitação | Rural  | BNDES Direto | BNDES Repasse | BNDES Total | Outros Rec. Direc. | Total Rec. Direc. |
|---------------------------|-----------|--------|--------------|---------------|-------------|--------------------|-------------------|
| fev/04                    | 24.695    | 48.972 | 43.819       | 50.798        | 94.617      | 3.640              | 171.925           |
| mar/04                    | 25.055    | 49.016 | 44.491       | 49.345        | 93.837      | 3.333              | 171.240           |
| dez/04                    | 24.702    | 56.283 | 48.018       | 50.911        | 98.928      | 3.688              | 183.601           |
| jan/05                    | 24.720    | 56.008 | 48.872       | 49.325        | 98.197      | 3.661              | 182.586           |
| fev/05                    | 24.652    | 55.568 | 48.608       | 48.331        | 96.939      | 3.587              | 180.746           |
| mar/05                    | 24.686    | 55.806 | 49.061       | 47.538        | 96.599      | 3.741              | 180.832           |
| Var. (%)<br>Mar-05/Mar-04 | -1,47%    | 13,85% | 10,27%       | -3,66%        | 2,94%       | 12,24%             | 5,60%             |
| Var. (%)<br>Mar-05/Fev-05 | 0,14%     | 0,43%  | 0,93%        | -1,64%        | -0,35%      | 4,29%              | 0,05%             |

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

A efetividade do crédito direcionado depende, de um lado, das condições de oferta de crédito por parte das instituições financeiras que operam neste sistema. De outro, depende da demanda por crédito por parte dos agentes econômicos.

No que tange a este segundo aspecto, os dados relativos ao sistema BNDES mostram duas tendências distintas no primeiro trimestre de 2005. No caso da indústria de transformação e da agricultura houve um significativo arrefecimento no apetite por crédito por parte dos agentes econômicos. Como mostra o gráfico abaixo, em ambos setores reduziu-se o valor, em termos reais, das consultas de crédito. Em sentido posto, nos setores de comércio e serviços, a procura por crédito no sistema BNDES se intensificou nos primeiros três meses deste ano.

**Gráfico 21**  
Consultas e desembolsos do sistema BNDES<sup>(1)</sup>, por setor de atividade (R\$ mil, a preços de março de 2005 – IPCA)



Fonte: Elaboração própria, BNDES.

Nota:

(1) Os dados referem-se ao 1º trimestre de cada ano.

A trajetória dos desembolsos parece confirmar a tendência de arrefecimento no início de 2005, uma vez que houve queda na agropecuária e um aumento bem mais modesto na indústria de transformação (cerca de 5,0%) no primeiro trimestre de 2005 do que havia ocorrido no mesmo período de 2004 (quase 60%). A exceção fica por conta dos segmentos do setor de comércio e serviços, cujos desembolsos cresceram significativamente entre janeiro e março deste ano.

Um aspecto crítico deste arrefecimento se refere à demanda por crédito para máquinas e equipamento. Neste caso também houve uma significativa desaceleração da demanda no primeiro trimestre de 2005, em relação ao mesmo período de 2004. Note que o crescimento das consultas, assim como dos desembolsos, no primeiro trimestre de 2004 foi muito superior ao verificado em 2005.

Em suma, a despeito do aumento do crédito direcionado no primeiro trimestre deste ano, parece ter havido um arrefecimento das intenções dos agentes, no que diz respeito à tomada de crédito, sobretudo, na agropecuária e na indústria de transformação, bem como no setor de máquinas e equipamentos.

A análise dos dados sobre a condução da política de desenvolvimento em 2005 mostra o quão complexa será sua gestão ao longo do ano. Do ponto de vista fiscal, a execução do orçamento de investimento é vacilante, sobretudo no que diz respeito às estatais. No caso da administração direta, ainda é cedo para afirmar qualquer tendência, mas é preciso estar atento à diminuição no ritmo de liquidação das despesas. Do ponto de vista do crédito, parece claro que houve um forte arrefecimento na indústria, com ênfase no setor de máquinas e equipamentos.

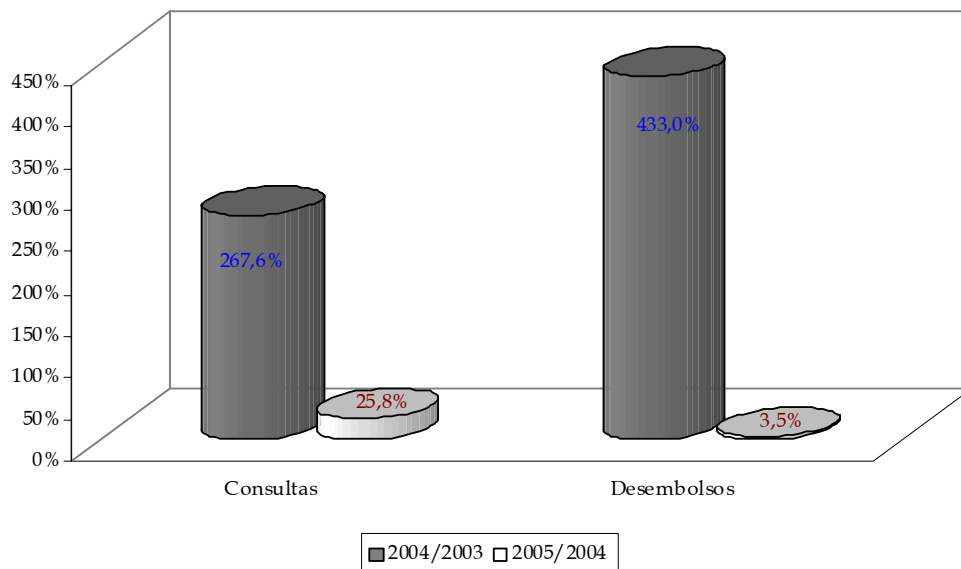
De qualquer forma, os desdobramentos futuros desta política estarão condicionados à

manutenção ou reversão do cenário benigno externo, uma vez que este cenário será determinante tanto na evolução das políticas monetária e fiscal, quanto do comércio exterior brasileiro. No âmbito da política macroeconômica, a reversão do cenário implicará maior restrição ao governo federal na condução da política de desenvolvimento, ao passo que uma desaceleração mais forte das exportações poderá ter

impactos deletérios sobre as expectativas dos

**Gráfico 22**

Variação das consultas e desembolsos do sistema BNDES <sup>(1)</sup>, no setor de máquinas e equipamentos (Deflacionado pelo IPCA)



Fonte: Elaboração própria, BNDES.

Nota:

(1) Os dados referem-se ao 1º trimestre de cada ano.



agentes, retraindo os investimentos e, portanto, restringindo o alcance da política de desenvolvimento.

### **Considerações finais**

As informações atinentes ao desempenho da economia brasileira no início de 2005 não apontam para um crescimento da mesma magnitude do ano passado. Porém, tampouco indicam a ocorrência de uma retração da atividade este ano. Neste sentido, o cenário mais provável é de uma desaceleração cuja magnitude dependerá fundamentalmente de três aspectos: a condução das políticas monetária e fiscal, o desempenho da balança comercial e a evolução da política de desenvolvimento.

Estes fatores não são, entretanto, independentes, o que sugere que o manejo inadequado dos instrumentos de política econômica pode amplificar a extensão do arrefecimento do nível de atividade.

Ao longo deste texto foi possível identificar alguns fatores de tensão que podem amainar ainda mais a trajetória de crescimento da economia brasileira em 2005. De um lado, estão aqueles elementos que podem diminuir o já cambaleante nível de investimento da economia. Encontram-se neste quadro o aumento da taxa de juros e a deterioração das expectativas de crescimento econômico, decorrentes, sobretudo da orientação contracionista da política econômica e das incertezas do cenário externo. Além deles, encontram-se também a redução do grau de utilização da capacidade produtiva e a queda na rentabilidade dos investimentos.

De outro lado, estão os limites à expansão do consumo das famílias e, por conseguinte, do comércio varejista. Neste caso, o fato relevante é que, a despeito do aumento do crédito, que deve continuar este ano, o comércio varejista tem apresentado uma trajetória de desaceleração que

se acentuou em fevereiro de 2005. Este dado é tanto mais preocupante na medida em que se verifica a retomada do aumento do desemprego e, mais importante, a desaceleração, no conjunto das regiões metropolitanas, do rendimento médio e da massa salarial, ambos em termos reais. A evolução favorável do mercado de trabalho é condição essencial para que a expansão do crédito tenha prosseguimento e se efetive, através da elevação do consumo, em um regime de crescimento econômico em que as variáveis domésticas tenham, de fato, uma contribuição decisiva, e não meramente derivada da conjuntura do setor externo.

Por fim, mas não menos importante, está a condução da política de desenvolvimento. Neste caso, se não é possível dizer que esta política deteriorou-se nos primeiros meses de 2005, tampouco os dados apontam para uma trajetória animadora ou, pelo menos, superior a de 2004. Apesar de terem entrado em vigor uma série de novos instrumentos institucionais favoráveis ao crescimento, como, por exemplo, a operação do Modermaq, os dados sobre a execução fiscal do orçamento de investimento, tanto da administração direta como das estatais se revelaram aquém do esperado. Mesmo a política de desembolsos do BNDES mostra problemas neste início de ano, pois, ainda que os desembolsos reais tenham se ampliado ligeiramente, as consultas na agropecuária, mas, sobretudo, na indústria de transformação arrefeceram de modo significativo no primeiro trimestre de 2005.

Assim, os dados para o início de 2005 apontam mais incertezas do que seguranças quanto à trajetória de crescimento da economia brasileira. E, nestes casos, se a condução da política econômica não puder fazer parte da solução, é melhor não estar do lado dos problemas, sob pena de comprometer a tênue, embora muito comemorada, expansão da economia.