

Política Econômica

e m f o c o

Suplemento 2 do Boletim quadrimestral do Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica – n. 2 – set./dez. 2003.
19 de fevereiro de 2004.

QUE RECUPERAÇÃO É ESSA?

Edgard Antonio Pereira

INSTITUTO DE ECONOMIA DA UNICAMP

Diretor

Prof. Dr. Marcio Percival Alves Pinto

Diretor Executivo do CECON

Prof. Dr. Ricardo de Medeiros Carneiro

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

Balanco de Pagamentos

Profa. Dra. Daniela Magalhães Prates

Moeda e Finanças Privadas

Profa. Dra. Maryse Farhi

Finanças Públicas

Prof. Dr. Geraldo Biasoto Junior

Produção, Emprego e Renda

Prof. Dr. Edgard Pereira

Adriana Nunes Ferreira (Doutoranda do IE)

Métodos Quantitativos

Profa. Dra. Rosangela Ballini

Gerência de Informações

Eliana Ribeiro da Silva

Bolsistas de Iniciação Científica

Augusta Rodrigues de Oliveira

Caio Vinicius de Araújo Seconelo

Camila Cristina Belotti

Diego Martinez

Fábio Salim

Gutemberg Claver de Lira Fragoso

Lucas Ferraz Vasconcelos

Rafael Fagundes Cagnin

Raphaela Sayuri Yamamoto

Renato Alves Oshiro

Secretaria do CECON

Mário Aparecido de Gobbi

Projeto visual/Normalização/

Editoração eletrônica

Célia Maria Passarelli

Os analistas econômicos brasileiros quase que por unanimidade estimam que a economia deve crescer em 2004 algo entre 3,5% e 4%. Para o Banco Central essa taxa já está “contratada”. Os últimos dados da produção industrial, coletados pelo IBGE, que mostram recuperação do nível de atividade industrial, seria o prenúncio de um ano de crescimento. De fato, a indústria em geral apresentou nos últimos meses do ano passado taxas de variação positivas em relação aos mesmos meses de 2002 ([Tabela 1](#)). Recuperação que, diga-se, sequer foi suficiente para compensar os baixos níveis de produção do primeiro semestre, levando a produção industrial a fechar o ano com uma variação praticamente nula (0,3%).

É certo que tendo como base de comparação um nível tão baixo de atividade, o cenário de crescimento em 2004 é de fato o mais provável. Basta que a atividade econômica se mantenha nos mesmos níveis do final do ano passado para que as estimativas de expansão da economia se confirmem. Todavia, a análise mais detida dos setores líderes da recuperação recente recomenda mais cautela na avaliação do fôlego da reação da economia.

Dois segmentos da indústria destacaram-se nos últimos meses do ano passado: bens de consumo duráveis e bens de capital. Ambos mostraram taxas de crescimento da ordem de 10% em dezembro último em relação a dezembro de 2002, após apresentarem em outubro e novembro variações também positivas do mesmo indicador.

Entre os bens de consumo durável, o destaque é para a produção de automóveis. Beneficiada pela queda da taxa de juro e por medidas tópicas de incentivo, como a isenção de IPI por determinado período, o setor cresceu 2,7% em novembro e mais de 20% em dezembro últimos, em comparação com os mesmos meses do ano anterior. Os demais bens duráveis (exclusive equipamentos não industriais) também mostraram elevadas taxas de crescimento no último trimestre do ano passado (8,6%, 7,4% e 10,7% em outubro, novembro e dezembro, respectivamente).

Claramente, na base desse expressivo desempenho está a queda da taxa de juro iniciada em meados de 2003. A comparação entre a evolução das vendas no varejo de móveis e eletrodomésticos e a taxa de juro praticada no comércio ([Gráfico 1](#)) mostra a forte sensibilidade das vendas do setor à evolução dessa taxa.

Com respeito à produção de bens de capital, todas as indicações são de que foram as vendas externas que alavancaram a expansão recente do setor. Segundo dados da ABIMAQ – Associação Brasileira da Indústria de Máquinas e Equipamentos, as vendas de bens de capital ao exterior cresceram 33,5% em 2003. Foi esse crescimento expressivo das exportações que, segundo a associação, permitiu ao setor compensar o baixo dinamismo do mercado interno. Além da estagnação do mercado doméstico, as taxas de câmbio mais desvalorizadas do segundo semestre de 2002 e do primeiro semestre de 2003 certamente influenciaram positivamente o desempenho exportador do setor de bens de capital. Tratando-se de bens com período de produção mais longo, é de se esperar que os efeitos das oscilações da taxa de câmbio sobre as vendas sejam sentidos com uma defasagem maior, comparativamente a setores com ciclo de produção mais curto. O IBGE destaca também o crescimento de 22% em

dezembro de 2003, com relação ao mesmo mês do ano anterior, da produção de bens de capital para a agricultura, setor cujo desempenho esteve fortemente vinculado às exportações. Em relatório recente, empresas do setor afirmam que as vendas de máquinas para a agricultura, mineração e setor de petróleo foram as que sustentaram as vendas de bens de capital. Mesmo com a recuperação, o setor ainda apresenta capacidade ociosa em torno de 35% em bens seriados.

Em síntese, até o momento, os principais fatores a impulsionar a recuperação da economia foram a queda da taxa de juro e a expansão das exportações.

De fato, para os setores da indústria voltados para o mercado interno e com pouca sensibilidade ao comportamento da taxa de juro a recuperação ainda não veio. A produção de bens não duráveis recuou nos três últimos meses do ano passado ([Tabela 1](#)). As quedas brutais dos rendimentos reais e estagnação do nível de emprego têm impedido a elevação da produção desses bens. Não há, por outro lado, indicações de que a retomada da atividade dos setores beneficiados pela queda dos juros ou pelas exportações tenha se traduzido em recuperação substantiva do emprego.

Tabela 1

Taxas de variação da produção industrial – 2003/2002 ^(*)

Segmentos	Variação (%)			
	Outubro	Novembro	Dezembro	12 meses
Indústria Geral	1,3	0,4	2,9	0,3
Bens de Capital	6,8	8,3	9,2	1,1
Bens Intermediários	1,9	0,8	4,8	1,6
Bens de Consumo	-2,0	-4,3	-4,1	-4,4
Semidurável e não Durável	-3,8	-6,8	-7,7	-5,5
Semidurável	-1,4	-11,4	-10,7	-11,0
Não Durável ⁽¹⁾	-7,0	-8,4	-13,4	-4,3
Durável	4,3	4,6	10,3	-0,5
Veículos	-0,1	2,7	20,6	0,4
Outros ⁽²⁾	8,6	7,4	10,7	-3,1

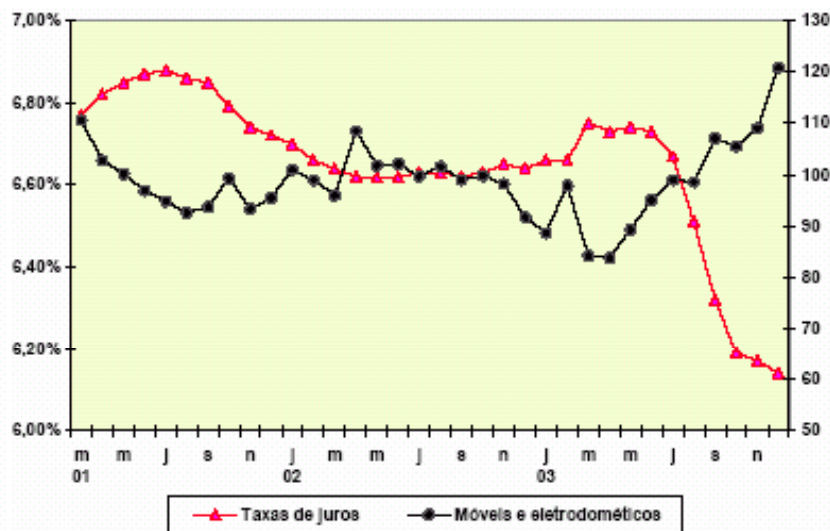
^(*) variação sobre igual período do ano anterior

(1) Exclui Alimentos e Bebidas básicas e elaboradas para consumo doméstico; (2) Exclui equipamentos de transporte não industrial.

Fonte: IBGE.

Gráfico 1

Brasil – Evolução do volume de vendas de móveis e eletrodomésticos ^(*) e da taxa média de juros praticada pelo comércio



^(*) Indicador mês/igual mês do ano anterior

Fontes: IBGE/DPE/COSEO-ANEPAAO.

Há fatores estruturais operando no sentido de que a oferta cresça sem que se tenha como contrapartida o aumento do emprego doméstico. Em especial pesa a elevação do coeficiente importado da produção. Esse fator é particularmente importante em setores da indústria de bens duráveis (automobilística, eletroeletrônicos etc), que passaram nos últimos anos por intenso processo de reestruturação produtiva do qual resultou um aumento da participação das importações na oferta interna, seja por meio de produtos finais ou de insumos.

A redução da renda real, por outro lado, diminui fortemente a capacidade de endividamento das famílias, atenuando significativamente o efeito expansionista da diminuição da taxa de juro. Assim, sem ampliação do emprego e com limites estreitos ao endividamento das famílias, a atual recuperação pode restringir-se a um movimento concentrado no tempo de renovação do estoque de bens duráveis.

Enfim, a análise mais detalhada da composição setorial da retomada da atividade industrial mostra que a continuidade da queda da

taxa de juro é essencial para que a recuperação realmente se confirme.

E é exatamente aí que residem os maiores temores. Como se sabe, o governo optou por implementar uma estratégia *confidence building*, subordinando a política econômica, por meio da política monetária, ao alcance de uma meta inflacionária extremamente rígida, considerando-se a magnitude do choque cambial de 2002. Confirmando-se a recuperação da economia, é de se esperar que, entre outras, a pressão por recomposição de margens seja fonte de tensão inflacionária. Outro fator permanente de tensão é o comportamento da taxa de câmbio, em função do elevado *pass through* da desvalorização cambial da economia brasileira.

O comportamento da taxa de câmbio, por seu turno, está na estrita dependência das expectativas com relação ao fluxo de capital externo.

A política monetária do governo, que se pretende ativa ao elevar a taxa de juro em resposta à pressão dos preços, é, em realidade, passiva,

respondendo, em última instância, às expectativas de entrada e saída de capital externo e seus efeitos sobre a taxa de câmbio. Uma deterioração das expectativas com relação ao fluxo líquido de capital estrangeiro desencadeia uma subida da taxa de câmbio que ou se mantém, e pressiona os preços internos, ou leva o Banco Central a prover *hedge* cambial, na forma de dívida indexada, pressionando a dívida pública. Na outra ponta, uma expectativa otimista com respeito à entrada de capitais, pressiona o mercado de câmbio em sentido contrário, levando o real a se valorizar. Nesse quadro, o Banco Central passa a comprar dólares no mercado, seja para aproveitar seu baixo valor e recompor reservas, seja para impedir que uma valorização excessiva da moeda nacional prejudique o resultado do balanço comercial, necessário para o fechamento das contas externas. Ao assim proceder, o Banco Central expande a liquidez do sistema, obrigando-se, em seguida, a emitir dívida interna para “enxugar” o mercado.

De uma forma ou de outra, é sempre a expansão da dívida pública que acomoda as alternâncias do estado de confiança do mercado.

Com a política monetária refém das condições de liquidez do mercado internacional, o grau de confiança das avaliações sobre o comportamento futuro da taxa de juro é muito baixo. A drástica reversão das expectativas que a ata do COPOM de janeiro provocou, bem como os impactos em sentido contrário das declarações posteriores do presidente do FED, Alan Greenspan, sobre as tendências da taxa de juro de curto prazo da economia americana evidenciam claramente a fragilidade do estado de confiança na economia brasileira.

Essa incerteza em relação ao comportamento futuro da taxa de câmbio e da taxa de juro tem, obviamente, efeito deletério sobre o investimento. Sem condições de vislumbrar uma

trajetória de médio e longo prazo de expansão do produto, as empresas tendem a represar investimentos, postergando projetos de maior envergadura, limitando-se apenas a promoção de ajustes marginais na capacidade. À exceção dos setores produtores de bens comercializáveis, que tem nos próprios produtos *hedge* cambial natural e atualmente se beneficiam da expansão do comércio internacional e do ciclo de elevação de preços das *commodities*, é difícil imaginar que a eventual recuperação da economia desencadeie um ciclo de investimentos. Na última *Sondagem Conjuntural* da Fundação Getúlio Vargas, o grau médio de ociosidade da economia informado foi de cerca de 20%. No setor de Material de Transporte chegava a quase 30% e em bens de consumo alcançou 26%. Utilizando-se da atual capacidade ociosa e com ajustes marginais na capacidade de oferta, é mais provável que as empresas aguardem sinais mais confiáveis de retomada a longo prazo da economia.

Em resumo, a estratégia *confidence building* aprisionou a política econômica do governo aos humores do mercado, amplificando a dependência da economia brasileira ao fluxo de recursos externos. A incerteza daí decorrente sobre o comportamento da taxa de juro é um fator inibidor das decisões de investimento capazes de recolocar a economia no caminho do crescimento. A atual recuperação econômica tem características que apontam para uma retomada de fôlego limitado do nível de atividade, podendo restringir-se a um ciclo de renovação de bens duráveis, com poucos efeitos sobre o nível de emprego. Ainda assim, a continuidade da recuperação esboçada depende da inexistência de turbulências que, no atual arranjo de política econômica, obrigassem a autoridade a tornar ainda mais rígida a política monetária. É, sem dúvida, uma aposta arriscada.