

UFRJ

Grupo de Conjuntura
ie.

Economia & Conjuntura

Setembro de 2009 Ano 9 – número 89

Apresentação

Antonio Licha

A economia brasileira apresenta a partir do segundo trimestre deste ano uma recuperação vigorosa do forte choque de demanda que a acometeu desde o quarto trimestre do ano passado devido à crise dos mercados financeiros internacionais. Constatado este ponto cabe se perguntar se a crise mudou o padrão de desenvolvimento brasileiro em relação ao período imediatamente anterior. Várias questões são colocadas. Entre elas:

1. os determinantes da apreciação cambial. Em especial, se a apreciação depende do diferencial de taxa de juros ou de aspectos estruturais da economia brasileira (em especial, ser um grande exportador de commodities e o preço delas estar subindo);
2. os efeitos da apreciação do real sobre o déficit na corrente e a sustentabilidade de seu financiamento. Uma outra forma de abordar este tema (de um ponto de vista macroeconômico) é considerar se a brecha entre o crescimento do produto agregado e da demanda agregada doméstica está se abrindo;
3. o efeito da apreciação cambial sobre o nível de atividade e especialmente sobre o desempenho da indústria;
4. o forte crescimento dos gastos correntes do governo e seus efeitos sobre o nível de atividade e sobre a inflação.

Esses temas fazem parte de um debate sobre a dinâmica da economia brasileira que foi interrompido pela crise, mas que agora se colocam novamente. Junto a esses temas algumas novas questões se apresentam como, por exemplo, as características da retomada dos investimentos. Algumas respostas a essas questões são apresentadas neste número da Carta de Conjuntura, mas sem dúvida continuaram norteando o debate sobre o futuro da economia brasileira.

Economia & Conjuntura é uma publicação do Instituto de Economia da UFRJ em parceria com o COPPEAD. A análise da conjuntura macroeconômica reflete o trabalho de acompanhamento e discussão no âmbito do Grupo de Conjuntura do IE/UFRJ, mas eventuais opiniões contidas nos diversos artigos refletem o ponto de vista de seus autores. A seção de economia empresarial fica a cargo de professores e pesquisadores do COPPEAD.



Equipe do Grupo de Conjuntura

Carta de Conjuntura é um informativo mensal produzido pelo Grupo de conjuntura do IE/UFRJ.

Editor Responsável

Antonio Luis Licha – lica@ie.ufrj.br

Conselho Editorial

Antonio Luis Licha, Caio C. L. P. da Silveira e Francisco Eduardo Pires de Souza

Colaboradores

- Caio C. L. P. da Silveira - conjuntura@ie.ufrj.br
- Carlos Thadeu de Freitas G. Filho – thadeu@ie.ufrj.br
- Cecília Rutkoski Hoff – cissahoff@ie.ufrj.br
- Margarida Gutierrez – margarida@ie.ufrj.br
- Marcos Felipe Casarin – marcosfelipecasarin@gmail.com
- Paulo Gonzaga – conjuntura@ie.ufrj.br
- Silvio Salles – conjuntura@ie.ufrj.br

Estagiários

- Camila Guimarães Rocha

Secretaria

- Sidenir Pereira da Silva

Contato

- Tel: (21) 3873-5264 / Fax: (21) 2541-8148
- E-mail: sidenir@ie.ufrj.br
- Web: www.ie.ufrj.br/conjuntura

Índice

	Pagina
Panorama Macroeconômico	6
Nível de Atividade Industrial	19
Política Fiscal	25
Investimento	32

Panorama Macroeconômico

Caio Prates

O resultado do PIB do 2º trimestre (crescimento de 1,9% em relação ao 1º trimestre) mostrou que a economia brasileira não apenas saiu da recessão (o que já era esperado), mas que a recuperação em curso pode ser vigorosa. E indicadores mais recentes – produção industrial, vendas do comércio varejista, crédito, mercado de trabalho e índices de confiança da indústria e do consumidor corroboram este cenário positivo. Com isto, as projeções de crescimento do PIB em 2009 e também em 2010 vêm sendo revistas para cima. Como se percebe na Tabela 1, o mercado projeta agora um crescimento de 0% em 2009 e 4,5% em 2010, enquanto o Grupo de Conjuntura (GC), mais otimista, elevou as suas projeções para 0,4% e 5,6%, respectivamente. A recuperação da atividade econômica no período recente, as perspectivas de um bom desempenho do PIB no restante de 2009 e em 2010, e eventuais riscos para o crescimento sustentado associados a alguns aspectos do desempenho da economia brasileira em 2009 (queda acentuada da taxa de investimento, apreciação cambial e piora do desempenho fiscal) são examinados adiante. Antes disso, faz-se uma breve referência ao cenário externo e sua influência (decisiva) na apreciação cambial ocorrida neste ano.

Tabela 1 - Projeções para 2009 e 2010

	2009		2010	
	Mercado 25/09/09	Grupo de Conjuntura	Mercado 25/09/09	Grupo de Conjuntura
PIB (%)	0,00	0,40	4,20	5,60
Indústria Geral (%)	-7,25	-7,00	6,00	10,00
IPCA (%)	4,31	4,30	4,30	4,70
Taxa Selic				
fim de ano	8,75	8,75	9,25	8,75
média do ano	9,81	9,81	8,86	8,75
Taxa de Câmbio				
fim de ano	1,80	1,80	1,80	1,70
média do ano	2,01	2,00	1,85	1,75
Saldo Comercial	25,00	25,80	18,00	15,60
Conta Corrente	-15,00	17,00	-22,80	-37,20

Fonte: Banco Central e Grupo de Conjuntura

Nos últimos meses, houve uma melhora significativa do cenário externo. Países desenvolvidos, como Alemanha, Japão e França, saíram da recessão no 2º trimestre e espera-se que o mesmo ocorra com os Estados Unidos no 3º trimestre. Por sua vez, no que se refere as variáveis do cenário externo mais relevantes para o desempenho da economia brasileira, os preços das commodities continuam apresentando uma tendência de alta (Tabela 2) e, na esteira da menor aversão ao risco no mundo, o risco Brasil voltou para níveis pré-crise (Tabela 3). Finalmente, outro destaque da economia internacional no período recente tem sido a queda do dólar (indicada na tabela 2 pela desvalorização do dólar em relação ao euro). Preços de commodities em alta, dólar em queda no mundo

e redução do risco das principais economias emergentes sugerem um comportamento da economia mundial semelhante, sob estes aspectos, ao que vinha ocorrendo até meados de 2008 (ainda que não se espere, por certo, um crescimento mundial exuberante e uma alta forte dos preços das commodities no futuro próximo). E estas características da economia favorecem a apreciação do real pela posição do Brasil no mundo como grande produtor de commodities.

Tabela 2 - Indicadores do Cenário Externo ¹

	Taxa de Juros T-10	Preço do Petróleo (Brent) em US\$	Índice de preços commodities CRB Spot		Taxa de câmbio US\$/Euro	Índice Dow Jones
			Em US\$	Em R\$		
2002						
dez	3,83	28,52	56,40	110,60	0,95	8.342,00
2007						
jun	5,03	71,41	100,00	100,00	1,35	13.408,62
dez	4,03	93,85	102,02	93,82	1,47	13.264,80
2008						
jun	4,01	139,83	117,64	97,23	1,58	11.350,01
dez	2,21	45,59	77,76	94,34	1,40	8.776,39
2009						
mar	2,67	49,23	79,32	95,34	1,33	7.562,88
jun	3,53	69,30	88,90	90,25	1,40	8.447,00
set ²	3,42	67,99	93,06	86,56	1,47	9.748,55

Fonte: CRB Index e Valor Econômico.

(1) Dados referentes ao final de cada mês.

(2) Dados referentes ao dia 23/09/09.

Tabela 3 - Indicadores de Confiança

	Indicadores de Confiança						
	Risco Brasil (a) ¹	Risco dos Emergentes (b) ¹	(a)-(b) (%)	Taxa de Câmbio Nominal	Swap de 1ano PréxDI	Taxa de Juros Real Ex-Ante (1 ano)	Ibovespa
22/07/08 ²	223	279	-56	1,58	14,52	8,69	59.647
09/09/08 ²	268	329	-61	1,75	14,71	9,02	48.435
28/10/08 ²	560	782	-222	2,17	15,62	9,83	33.368
09/12/08 ²	499	745	-246	2,48	13,18	7,41	37.968
20/01/09 ²	460	688	-228	2,35	11,23	6,02	37.272
10/03/09 ²	442	673	-231	2,35	10,12	5,43	38.794
28/04/09 ²	370	550	-180	2,20	9,94	5,58	45.821
09/06/09 ²	264	413	-149	1,94	9,68	5,41	53.157
21/07/09 ²	269	414	-145	1,90	9,00	4,67	53.233
01/09/09 ²	272	385	-113	1,88	9,15	4,91	55.814
23/09/09	228	321	-93	1,79	9,57	5,15	60.496

Fonte: Banco Central e Valor Econômico .

(1) EMBI+ do J.P. Morgan

(2) Véspera reunião do COPOM

Não por acaso tem havido, nos últimos anos, uma forte correlação (inversa) entre preços de commodities (índice CRB) e taxa de câmbio R\$/US\$, como o Gráfico 1 evidencia. E a alta de preços das commodities de dezembro para cá – influenciada pelo crescimento da China e também pela queda do dólar no mundo – vem sendo o principal determinante da apreciação cambial nos últimos meses. É verdade, porém, que a apreciação cambial este ano tem mais do que compensado o aumento do preço das commodities (daí resultando uma queda do índice CRB em reais). Além disso, o real foi uma das moedas que mais se valorizaram (em relação ao dólar) no mundo desde dezembro. À primeira vista, isso poderia ser tomado como indicação de que a taxa de juros doméstica (ainda elevada pelos padrões internacionais) também estaria contribuindo de forma importante para a trajetória da taxa de câmbio. Ocorre que a apreciação cambial deste ano representa, em parte, uma correção da forte desvalorização do real entre setembro e dezembro de 2008, período em que o real se desvalorizou em relação a quase todas as principais moedas. Examinando-se, na Tabela 4, o comportamento do real e de outras moedas num período mais longo (últimos 12 meses), não se percebe nada de específico na trajetória do real que possa ser atribuído à nossa taxa de juros. Em particular, é interessante notar que, neste período, as moedas de países produtores de commodities, como a Austrália, a Nova Zelândia, a África do Sul, o Chile e o Canadá, tiveram um comportamento (em relação ao dólar) semelhante ao do real, a despeito da taxa de juros básica de todos estes países ser bem inferior a aqui praticada.

GRÁFICO 1

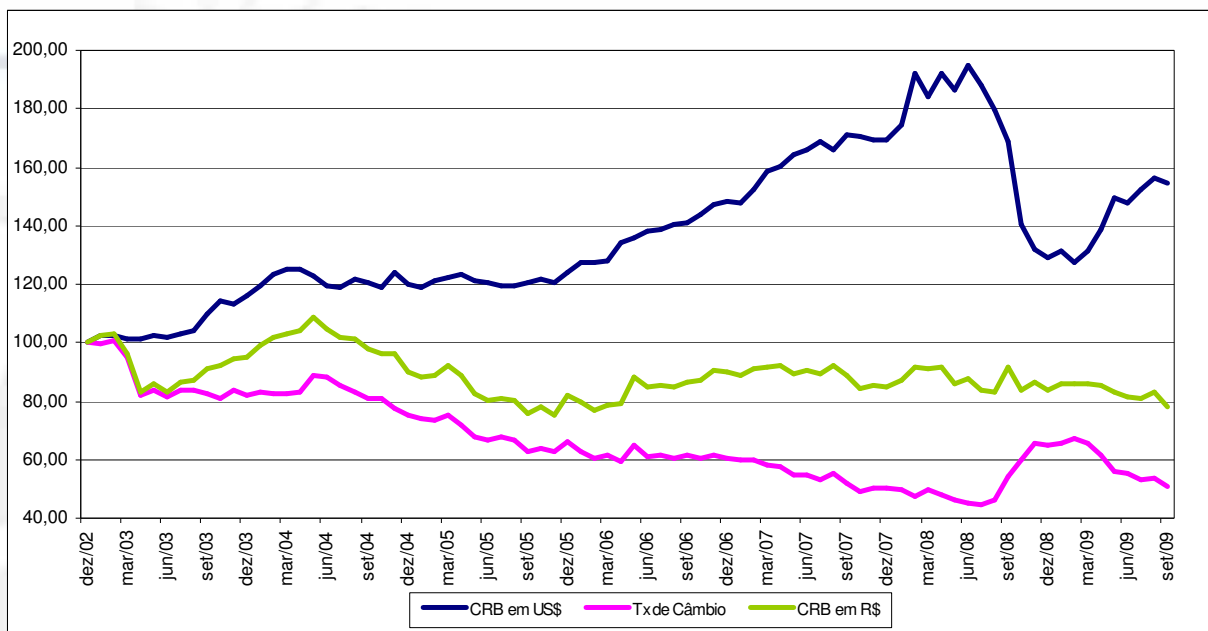


Tabela 4 - Taxas de Câmbio em US\$ - var % últimos 12 meses

	23/09/09	23/09/08	var %
Brasil	1,79	1,84	-2,72
Euro	0,68	0,68	0,00
Inglaterra	0,61	0,54	12,96
Japão	91,40	106,00	-13,77
China	6,83	6,82	0,15
Índia	48,00	45,90	4,58
Rússia	30,00	25,00	20,00
Argentina	3,84	3,10	23,87
Chile	539,00	539,00	0,00
Colômbia	1,92	2,14	-10,47
México	13,40	10,80	24,07
Coréia	1,19	1,15	3,47
Turquia	1,48	1,24	19,35
Austrália	1,15	1,19	-3,36
Nova Zelândia	1,38	1,46	-5,48
África do Sul	7,45	8,08	-7,80
Árabia Saudita	3,75	3,75	0,00
Canadá	1,07	1,03	3,88

Fonte: The Economist

A correlação estreita entre preços de commodities e a taxa de câmbio R\$/US\$ e o comportamento do real vis-a-vis as principais moedas (sobretudo as dos países produtores de commodities) são indicações fortes de que a apreciação cambial em curso está sendo determinada basicamente pela melhora do cenário externo e pela percepção geral das perspectivas bastante favoráveis para a economia brasileira no cenário atual – e não por capitais especulativos atraídos pela taxa de juros doméstica. Isto não significa, porém, que a apreciação cambial não seja motivo de preocupação, nem que o governo não deva agir (na medida do possível) para evitar que ela vá longe demais. Como a Tabela 5 evidencia, a taxa de câmbio real efetiva atual já se encontra em nível semelhante ao de agosto de 2008 (o mais baixo desde a adoção do regime de câmbio flutuante em 1999), e talvez ainda caia mais, o que gera incertezas sobre o desempenho da economia brasileira a mais longo prazo (tema retomado na parte final desta seção).

Tabela 5 - Evolução das Taxas de Câmbio Nominal e Real Efetiva

	Taxa de Câmbio			
	Nominal		Real Efetiva (base:jun/94=100)	
	Mensal	Média Móvel 12 meses	Mensal	Média Móvel 12 meses
2008				
ago	1,61	1,72	80,13	85,29
dez	2,39	1,83	106,51	88,83
2009				
mar	2,31	0,53	97,48	91,92
abr	2,21	0,71	95,09	92,67
mai	2,06	0,88	89,69	93,16
jun	1,96	1,05	87,08	93,59
jul	1,93	1,21	85,73	93,99
ago	1,85	1,36	82,27	94,17

Fonte: BACEN

De todo modo, o comportamento da taxa de câmbio pode ser visto como o principal termômetro do impacto da crise internacional sobre a economia brasileira. Neste sentido, a apreciação cambial dos últimos meses representa uma indicação clara da volta do otimismo em relação ao desempenho da nossa economia. E tem contribuído de forma importante para a retomada do crescimento por ser também um poderoso indutor do aumento da confiança dos agentes econômicos e por favorecer o controle da inflação e a redução da taxa de juros.

O crescimento do PIB de 1,9% no 2º trimestre (relativamente ao trimestre anterior) indicou o fim da recessão e uma retomada vigorosa da atividade econômica. Na série do PIB trimestral com ajuste sazonal disponibilizada pelo IBGE, com início no 1º trimestre de 1996, apenas em quatro trimestres o crescimento foi superior a este: 1996 III; 2004 I e II e 2005 II. Por certo, este excelente desempenho tem de ser relativizado porque a queda do PIB entre 2008 III e 2009 I foi de longe a maior ocorrida na série iniciada em 1996. De todo modo, dentre os principais fatores responsáveis pela contração brusca da atividade econômica no final de 2008 e início de 2009 – queda drástica das exportações, colapso da confiança dos agentes econômicos, retração do crédito e forte ajuste de estoques -, apenas as exportações continuam afetando negativamente o crescimento de forma significativa. Os índices de confiança dos empresários e consumidores e o próprio comportamento da taxa de câmbio atestam a retomada da confiança na economia brasileira, o crédito vem gradualmente se normalizando (as médias diárias de concessões de novos empréstimos para pessoas físicas já superou os níveis pré-crise) e o ajuste de estoques parece concluído.

Nestas condições, e com a atividade econômica sendo estimulada pelas políticas monetária e fiscal fortemente expansionistas adotadas, a tendência é que o PIB continue crescendo a taxas elevadas na margem (trimestre ante trimestre anterior). Também deve-se ter em conta que, por enquanto, o crescimento do PIB representa tão somente uma volta a um nível de produção anterior – mesmo com o crescimento do 2º trimestre, o PIB desse trimestre ainda ficou 2,5% abaixo do PIB do 3º trimestre de 2008 (como se percebe nos índices do PIB trimestral com ajuste sazonal da tabela 6). Nesta fase inicial de retomada da atividade econômica, a ampla disponibilidade de capacidade ociosa torna a obtenção de taxas elevadas de crescimento mais fácil, o que reforça a expectativa de forte expansão do PIB também no 3º e 4º trimestres (o GC espera crescimento do PIB em torno de 2% nestes trimestres, na comparação com o trimestre imediatamente anterior).

Tabela 6 - PIB pela ótica da oferta

	Índices com ajuste sazonal base 08.III =100			Var % ante o mesmo período do ano anterior				Carry over 09.II para 2009
	08.IV	09.I	09.II	08.III	08.IV	09.I	09.II	
PIB	96,63	95,69	97,51	6,81	1,27	-1,77	-1,16	-1,09
Indústria	91,95	88,99	90,82	7,09	-2,13	-9,34	-7,94	-6,78
Serviços	99,51	100,12	101,35	5,94	2,51	1,70	2,40	1,81
Agropecuária	97,97	96,64	96,56	6,43	2,23	-1,58	-4,20	-2,67

Fonte: IBGE

O exame do PIB pela ótica da oferta (tabela 6) deixa claro o contraste acentuado (bem maior do que em recessões anteriores) entre o desempenho da indústria e dos serviços na crise recente. Os serviços estão desde o 1º trimestre com nível de produção

superior ao de antes da crise (3º trimestre de 2008) e com taxas positivas de crescimento em relação ao mesmo período de 2008. Já a indústria, mesmo tendo crescido no 2º trimestre, ainda ficou neste trimestre 9,2% abaixo do seu nível em 2008 III e teve queda de 7,9% em relação ao 2º trimestre de 2008. É devido ao bom desempenho dos serviços (com peso de 65% no PIB) que o GC projeta um crescimento levemente positivo do PIB em 2009 – os serviços cresceriam 2,6%, compensando as quedas da indústria (4,4%) e da agropecuária (1%), e viabilizando um crescimento do PIB de 0,4%.

No que se refere ao PIB pela ótica da demanda (tabela 7), também se verifica uma diferença grande de comportamento entre seus componentes. Neste caso, o destaque negativo é a queda muito forte do investimento, com recuo de cerca de 20% entre 2008 III e 2009 II. Em contrapartida, o consumo das famílias e do governo pouco sofreu com a crise, e seus níveis em 2009 II já superam os de 2008 III (na série com ajuste sazonal) e os de igual período do ano passado (o consumo das famílias, em particular, cresceu 3,2% na comparação entre 2009 II e 2008 II). A expectativa do GC é que o consumo (famílias mais governo) cresça em torno de 3% neste ano, o que, dado o seu peso no PIB (81%), viabilizaria um crescimento positivo deste, a despeito da queda acentuada do investimento. Para a FBCF projeta-se uma recuperação significativa nos 3º e 4º trimestres (em relação ao trimestre anterior), alimentada pela melhora substancial da confiança dos empresários nas perspectivas de crescimento, pela elevação gradual do nível de utilização da capacidade da indústria, pela recuperação da construção civil (residencial e de obras de infraestrutura), pela redução do custo do crédito do BNDES para a aquisição e produção de bens de capital, e pelo efeito benéfico da apreciação cambial sobre o custo dos bens de capital importados. Ainda assim, a FBCF recuaria 11% em relação a 2008, por conta do carry over bastante negativo do 2º trimestre para o ano de 2009.

Tabela 7 - PIB pela ótica da demanda

	Índices com ajuste sazonal base 08.III =100			Var % ante o mesmo período do ano anterior				Carry over 09.II para 2009
	08.IV	09.I	09.II	08.III	08.IV	09.I	09.II	
PIB	96,63	95,69	97,51	6,81	1,27	-1,77	-1,16	-1,09
Consumo das Famílias	98,60	99,20	101,26	7,31	2,16	1,33	3,21	2,14
Consumo do Governo	100,29	101,12	101,06	6,39	5,49	2,69	2,22	1,61
FBCF	90,86	79,71	79,74	19,69	3,78	-14,03	-17,00	-15,87
Demanda Doméstica ¹	-	-	-	9,59	3,15	-1,95	-1,80	-
Exportação	95,91	80,74	92,16	1,97	-7,00	-15,23	-11,35	-9,61
Importação	93,00	81,87	83,13	22,82	7,63	-16,04	-16,49	-14,34

Fonte: IBGE

(1) Consumo das famílias + consumo do governo + FBCF + variação de estoques.

Para que se tenha uma idéia melhor de quanto pode crescer o PIB neste e no próximo ano, a tabela 8 apresenta algumas simulações para este desempenho a partir de diferentes trajetórias para o crescimento na margem no restante de 2009 e em 2010. Estas trajetórias representam o intervalo considerado mais provável para o crescimento médio trimestre/trimestre anterior nos 3º e 4º trimestres de 2009 e nos 4 trimestres de 2010: em 2009, taxas entre 1,5% e 2,3%, sendo o centro deste intervalo (1,9%) igual a taxa de crescimento do 2º trimestre; em 2010, taxas médias trimestrais entre 1% e 1,5%. Com base nestas hipóteses, a tabela 8 mostra que o crescimento do PIB em 2009 ficaria entre 0% e 0,6% (no cenário básico do GC será de 0,4%). Por sua vez, em 2010,

devido ao carry over bastante favorável do 4º trimestre de 2009 para o ano seguinte, o crescimento do PIB deverá ser expressivo e bem maior do que a sua expansão ponta a ponta (4º trimestre de 2010/4º trimestre de 2009). No pior cenário da tabela 8 – crescimento zero em 2009 e de apenas 1% por trimestre em 2010 – o PIB cresceria 4,9% no próximo ano. E parece haver boas chances do crescimento do PIB em 2010 ficar bem acima disto (no cenário básico do GC será de 5,6%).

Tabela 8 - Crescimento do PIB em 2009 e 2010: Simulações

	Hipótese 1			Hipótese 2			Hipótese 3		
	trim t/t-1	12 meses	trim t/t-4	trim t/t-1	12 meses	trim t/t-4	trim t/t-1	12 meses	trim t/t-4
2009.I	-0,97	3,12	-1,77	-0,97	3,12	-1,77	-0,97	3,12	-1,77
2009.II	1,91	1,24	-1,16	1,91	1,24	-1,16	1,91	1,24	-1,16
2009.III	1,50	-0,65	-0,91	1,90	-0,55	-0,52	2,30	-0,45	-0,14
2009.IV	1,50	0,03	4,00	1,90	0,33	4,82	2,30	0,64	5,67
2010.I	1,00	1,90	6,02	1,00	2,41	6,89	1,00	2,92	7,72
2010.II	1,00	3,48	5,07	1,00	4,19	5,86	1,00	4,91	6,69
2010.III	1,00	4,91	4,59	1,00	5,64	5,06	1,00	6,36	5,44
2010.IV	1,00	4,93	4,12	1,00	5,44	4,08	1,00	5,95	4,12
2010.I	1,50	2,03	6,56	1,50	2,54	7,44	1,50	3,05	8,27
2010.II	1,50	3,87	6,10	1,50	4,59	6,93	1,50	5,31	7,75
2010.III	1,50	5,70	6,14	1,50	6,43	6,56	1,50	7,16	6,98
2010.IV	1,50	6,24	6,18	1,50	6,76	6,17	1,50	7,27	6,18

Fonte: Grupo de Conjuntura.

Além do comportamento do PIB no 2º trimestre, o vigor da recuperação da atividade econômica também vem sendo confirmado pela trajetória nos últimos meses da produção industrial, das vendas do comércio varejista e dos índices de confiança da indústria e dos consumidores (Tabela 9).

Tabela 9 - Indicadores da retomada do crescimento

	índices mensais com ajuste sazonal					
	set/08	dez/08	mar/09	jun/09	jul/09	ago/09
Indústria Geral	130,38	104,09	110,86	114,08	116,54	-
Vendas Comércio Varejista	149,34	145,63	150,28	153,25	153,95	-
Índice de Confiança da Indústria	115,00	74,70	77,80	93,60	99,50	105,70
Índice de Confiança do Consumidor	111,80	95,50	97,50	108,30	111,40	111,00

Fonte: IBGE e FGV.

No caso da indústria geral – o indicador da atividade econômica mais importante depois do PIB –, houve, como se percebe na Tabela 10, um crescimento de 3,7% no 2º trimestre face ao trimestre anterior), e o nível de produção de julho (2,9% acima da média do 2º trimestre) sugere que a indústria também terá uma forte expansão no 3º trimestre. A tabela 10 mostra ainda que, caso seja mantida no período julho/dezembro de 2009 a mesma taxa média mensal de crescimento industrial observada entre dezembro de 2008 e julho de 2009 – hipótese conservadora diante da melhora do cenário econômico no período recente –, a produção industrial teria uma expansão de 4,4% tanto no 3º quanto no 4º trimestres (relativamente aos trimestres imediatamente anteriores). Assim, um crescimento da indústria nos dois últimos trimestres do ano superior aos 3,7% do 2º trimestre parece plausível. E isto reforça a hipótese de que o PIB apresente taxas de crescimento nos 3º e 4º trimestres tão ou mais expressivas que os 1,9% da expansão no 2º trimestre.

Mesmo com um forte crescimento da produção industrial na margem, o ano se encerrará com uma queda bastante acentuada da indústria em relação a 2008 – de 7,4% na hipótese adotada na Tabela 10, e de 7% no cenário básico do GC (que contempla uma aceleração do crescimento industrial mensal entre julho e dezembro relativamente ao observado até julho). De todo modo, há boas razões para otimismo em relação a continuidade de uma recuperação vigorosa da indústria geral e do PIB, a ser sustentada por um firme crescimento da demanda doméstica.

Tabela 10 - Crescimento da Indústria Geral em 2009

	Índices dessazonalizados		Var % trim t / trim t-1	Var % 12 meses ante 12 meses anteriores
	Mensal	Média Móvel Trimestral		
2008				
set	130,38	129,76	1,57	6,81
dez	104,09	117,17	-9,70	3,10
2009				
mar	110,86	109,25	-6,76	-1,89
jun	114,08	113,26	3,67	-6,47
jul	116,54	114,74	3,49	-8,04
set*	119,50	118,21	4,37	-10,14
dez*	125,11	123,36	4,35	-7,40

Fonte: IBGE e Grupo de Conjuntura.

* Supondo crescimento mês t/mês t-1 entre julho e dezembro igual a 1,43 (igual ao observado entre dez/08 e jul/09).

Entre os fatores de expansão da atividade econômica em curso, destacam-se: i) a recuperação da confiança dos empresários e dos consumidores (como se percebe pela evolução dos índices de confiança da indústria e do consumidor da FGV); ii) a queda da taxa de juros e a normalização do crédito; iii) o impacto bastante significativo do aumento dos gastos correntes do governo federal (de cerca de 10% em termos reais neste ano) sobre o consumo das famílias e do governo; iv) os indicadores positivos do mercado de trabalho (expansão da massa salarial real de 4,6% no acumulado do ano até agosto e criação líquida de empregos formais crescente ao longo do ano, tendo em agosto superado a do mesmo mês de 2008); v) o aumento gradual de utilização de capacidade instalada da indústria (dados da FGV e da CNI), que, combinado com a recuperação da confiança dos empresários, começa a estimular a retomada dos investimentos.

Mesmo com as exportações continuando a afetar negativamente a atividade econômica, o comportamento bastante favorável da demanda doméstica deverá ser suficiente para garantir um bom desempenho da indústria geral e do PIB no restante de 2009 e em 2010. Mas é inegável que alguns aspectos do desempenho da economia brasileira em 2009 – a redução acentuada da taxa de investimento (FBCF/PIB), a apreciação cambial ocorrida e a piora do desempenho fiscal – são fatores de risco para o crescimento a mais longo prazo.

Evidentemente, um requisito básico para a economia brasileira crescer de forma sustentada a um bom ritmo será um comportamento bastante positivo do investimento daqui para frente. A relação FBCF/PIB deverá recuar dos 19% observados em 2008 para algo entre 16,5% e 17% em 2009 (a preços do ano anterior). E uma taxa de investimento não inferior a 20% parece necessária para viabilizar um crescimento sustentado em

torno de 5%. Assim, o investimento terá de crescer bem mais do que o PIB nos próximos anos. Supondo-se um crescimento médio do PIB no triênio 2010/2012 entre 4,5% e 5%, a FBCF terá de se expandir a uma taxa anual acima do dobro da do PIB para que a relação FBCF/PIB chegue a 20% em 2012.

Um desempenho do investimento deste tipo foi obtido no período 2006/2008, quando as taxas médias de crescimento da FBCF e do PIB foram de, respectivamente, 12,3% e 4,9%. E, na ausência de uma nova deterioração do cenário externo, algo próximo disto poderá perfeitamente se repetir entre 2010 e 2012. O problema é que nesta hipótese há o risco de uma piora acentuada da conta corrente do balanço de pagamentos. Caso, como nos últimos anos, o consumo (famílias mais governo) continue crescendo a taxas anuais iguais ou superiores as do PIB, o aumento do investimento viria acompanhado de um déficit em conta corrente cada vez mais elevado, que poderia se aproximar de 5% do PIB em 2012. E esta trajetória da conta corrente representaria uma ameaça ao crescimento a mais longo prazo.

Além do comportamento do investimento – aumento eventualmente insuficiente para garantir uma taxa de crescimento elevada ou aumento expressivo acompanhado de um déficit em conta corrente muito alto –, outros fatores de risco para o crescimento sustentado são: i) a apreciação cambial e ii) o desempenho fiscal.

Em relação a taxa de câmbio, a preocupação mais óbvia é de que o câmbio apreciado como o atual – ao afetar negativamente a competitividade da economia nacional e, em decorrência, restringir as exportações e elevar as importações – possa levar a um desequilíbrio na conta corrente crescente e não sustentável. Neste caso, a economia acabaria se defrontando, mais cedo ou mais tarde, com uma restrição cambial (insuficiência de financiamento externo) que travaria o crescimento, forçando um ajuste na conta corrente. Mas muitos consideram que os efeitos do câmbio apreciado podem ser ainda mais graves do que este, prejudicando de forma significativa o próprio crescimento da indústria (e do PIB) nos próximos anos. Nesta visão, o problema não seria apenas o déficit em conta corrente (e a dificuldade, em algum momento, em financiá-lo), mas o risco da apreciação cambial levar o país a um processo de desindustrialização e de especialização excessiva em commodities (doença holandesa).

Que a apreciação cambial tende a piorar o desempenho da balança comercial e da conta corrente parece inquestionável. Porém, seus efeitos negativos sobre o crescimento são bem menos claros. Ao afetar negativamente a competitividade da economia, o câmbio prejudica o crescimento via redução das exportações e aumento das importações em detrimento da produção nacional. Mas a apreciação cambial também estimula o crescimento sob diferentes formas: i) reforço do controle da inflação, abrindo espaço para uma queda maior da taxa de juros (variável que mais tem influenciado a atividade econômica no país) e para o aumento dos salários reais; ii) estímulo ao aumento do investimento pela maior previsibilidade da economia devido ao bom comportamento da inflação; iii) redução do custo do capital por tornar mais baratos os bens de capital importados, o que favorece o aumento do investimento e a obtenção de ganhos de produtividade (via aquisição de bens de capital que incorporam tecnologias mais modernas); iv) sinalização de otimismo dos investidores internacionais em relação a economia, que contribui para o aumento da confiança dos empresários e dos consumidores nas perspectivas de crescimento.

Se os efeitos positivos do câmbio apreciado sobre o crescimento vão ser mais relevantes do que o impacto negativo sobre este da menor competitividade externa, é uma questão em aberto – a depender, entre outras coisas, do grau de apreciação cambial e do maior ou menor êxito da política econômica em melhorar a competitividade externa por instrumentos alternativos à taxa de câmbio (redução do custo Brasil). De todo modo, a nossa experiência pré-crise, com uma taxa de câmbio real efetiva semelhante a atual, não corrobora as teses de desindustrialização e doença holandesa. Não obstante a apreciação cambial ocorrida no período 2006-2008 (até o 3º trimestre), o crescimento da indústria foi se acelerando, e no trimestre imediatamente anterior ao agravamento da crise internacional (2008 III), a indústria (no conceito PIB) cresceu 7,1% ante o mesmo trimestre do ano anterior. Até setembro de 2008, o impacto negativo do câmbio apreciado sobre a economia brasileira vinha se dando basicamente na balança comercial e na conta corrente, e não no desempenho da indústria e do PIB. E, provavelmente, o mesmo ocorrerá nos próximos anos, caso a taxa de câmbio real efetiva permaneça em nível semelhante ao atual.

De qualquer forma, a apreciação cambial em curso deve ser vista com preocupação. Mesmo que seja compatível – como parece mais provável – com um crescimento expressivo da indústria e do PIB nos próximos anos, a taxa de câmbio atual (se mantida) contribuirá de forma importante para uma deterioração da conta corrente não-sustentável a longo prazo. E não se pode descartar o risco de que a apreciação cambial ainda se intensifique, a ponto de, em algum momento, prejudicar significativamente o próprio crescimento da indústria e do PIB. Mas o principal efeito negativo do câmbio apreciado sobre o desempenho da economia brasileira nos próximos anos deverá ser mesmo a piora da conta corrente.

O comportamento da conta corrente pode ser analisado sob dois ângulos: i) o ângulo estrito dos seus componentes (balança comercial e as contas de serviços e rendas); ii) o ângulo macroeconômico (trajetórias da demanda doméstica e do PIB).

Em relação a i), a tabela 11 mostra que a queda do déficit em conta corrente (fluxos de 12 meses) em 2009 – de US\$ 28,3 bilhões em dezembro para US\$ 17,6 bilhões em agosto – vem sendo produzida pelo aumento do saldo da balança comercial e pela redução da remessa de lucros e dividendos, com contribuições de, respectivamente, US\$ 3 bilhões e US\$ 9,6 bilhões para a redução do déficit em conta corrente entre dezembro e julho (as demais contas atuaram, neste período, como fator de expansão do déficit). A melhora da balança comercial em 2009 vem decorrendo de uma queda muito acentuada das importações (superior a das exportações) por conta do forte recuo da atividade econômica, em particular da produção industrial neste ano. Já a redução da remessa de lucros e dividendos vem sendo produzida, como evidencia a tabela 11, pela queda dos lucros em reais e pela desvalorização cambial (que torna a queda das remessas de lucros em dólar proporcionalmente maior que o seu recuo em reais).

Tabela 11 - Evolução da Conta Corrente (fluxo de 12 meses)

	Conta Corrente		Balança Comercial	Serviços, Rendas e TU	Remessa de lucros e dividendos		Taxa de câmbio
	US\$ milhões	% PIB	US\$ milhões	US\$ milhões	US\$ milhões	R\$ milhões	Nominal *
dez/07	1.551	0,12	40.030	-38.479	-22.435	-43.095	1,95
set/08	-24.942	-1,45	28.736	-53.678	-34.952	-59.739	1,71
dez/08	-28.300	-1,78	24.743	-53.043	-33.875	-61.112	1,83
jun/09	-18.395	-1,37	27.438	-45.833	-25.742	-52.185	2,08
jul/09	-17.892	-1,35	27.016	-44.908	-24.355	-50.576	2,11
ago/09	-17.629	-1,34	27.789	-45.418	-24.317	-50.956	2,13

Fonte: BACEN e Grupo de Conjuntura.

* Taxa de Câmbio Média dos últimos 12 meses.

Em 2010, o comportamento da balança comercial e da remessa de lucros e dividendos será bem diferente do deste ano. A combinação de retomada do crescimento (com destaque para a forte expansão esperada da indústria geral, projetada pelo GC em 9%) e câmbio apreciado produzirá um crescimento das importações expressivo e superior ao das exportações, levando a uma redução do saldo da balança comercial. Por sua vez, o aumento dos lucros das empresas e uma taxa de câmbio média anual inferior a deste ano farão com que as remessas de lucros e dividendos em dólar subam significativamente. O resultado disso é que o déficit em conta corrente terá uma elevação expressiva no próximo ano (para US\$36,7 bilhões pela estimativa do GC). E com a permanência de uma taxa de câmbio apreciada e de um crescimento do PIB a um bom ritmo – cenário mais provável para os próximos anos –, a conta corrente continuará piorando, aumentando perigosamente a vulnerabilidade externa da economia brasileira.

Um dos grandes desafios da política econômica nos próximos anos será, portanto, reverter a trajetória de déficits crescentes da conta corrente. Parte deste ajuste será induzido por uma taxa de câmbio mais desvalorizada (com a correção da taxa de câmbio sendo feita por medidas da política econômica ou pelo próprio mercado). Mas a desvalorização cambial por si só não deverá ser suficiente para o ajuste da conta corrente. Muito provavelmente medidas específicas para a contenção do consumo (em particular, uma expansão bem mais lenta dos gastos correntes do governo) também serão indispensáveis.

A necessidade de contenção do consumo para o ajuste externo pode ser melhor compreendida quando se examina a piora da conta corrente pela ótica macroeconômica. Sob esta ótica, o aumento do déficit em conta corrente decorre de um padrão de crescimento em que a demanda doméstica (consumo mais investimento) cresce mais do que o PIB – cuja contrapartida é um crescimento das importações de bens e serviços superior ao das exportações. E é a este padrão de crescimento que a economia brasileira deverá voltar a partir de 2010. Por que a correção deste desequilíbrio não poderá ser feita apenas via desvalorização cambial (estimulando a oferta de bens e serviços) e deverá exigir também medidas para conter a demanda?

Reduzir o déficit em conta corrente requer que o crescimento da demanda doméstica (consumo mais investimento) seja menor do que o do PIB. Se há espaço para o crescimento do PIB se acelerar – seja porque o crescimento do PIB está abaixo do seu potencial, seja porque transitoriamente pode crescer acima do potencial pela existência prévia de capacidade ociosa –, o ajuste (expansão da demanda menor do que a do PIB) pode se dar via oferta, e não por contenção da demanda. Esta não deve ser, porém, a situação da economia brasileira nos próximos anos. O mais provável é que se volte a um quadro semelhante ao de antes da crise, quando a demanda doméstica crescia a um

ritmo claramente superior ao do PIB potencial. Note-se na tabela 12 que desde 2007 a demanda doméstica vinha crescendo a taxas bastante elevadas, que atingiram o seu pico no 3º trimestre de 2008 (imediatamente antes da crise) – taxas de crescimento de 8,8% no acumulado de 4 trimestres (ante os 4 trimestres imediatamente anteriores) e de 9,6% na comparação 08 III ante 07 III.

Tabela 12 - Taxa de crescimento do PIB pela ótica da demanda

	CF	CG	FBCF	X	M	Demanda Doméstica *	PIB
var % 4 trim							
2006.II	5,29	2,04	7,10	6,45	11,61	3,79	3,26
2006.IV	5,20	2,58	9,77	5,04	18,45	5,53	3,97
2007.IV	6,30	4,73	13,50	6,72	20,79	7,30	5,67
2008.III	6,67	5,13	17,02	2,76	22,81	8,84	6,32
2008.IV	5,38	5,64	13,77	-0,60	18,49	7,52	5,08
2009.II	3,47	4,20	-2,23	-7,59	-0,83	2,16	1,26
Var % trim / igual trim ano anterior							
2008.III	7,31	6,39	19,69	1,97	2,82	9,59	6,81
2008.IV	2,16	5,49	3,78	-7,00	7,63	3,15	1,27
2009.I	1,33	2,69	-14,03	-15,23	-16,04	-1,95	-1,77
2009.II	3,21	2,22	-17,00	-11,35	-16,49	-1,80	-1,16

Fonte: IBGE

* Consumo das famílias + consumo do governo + FBCF + variação de estoques.

Na medida em que a demanda doméstica volte a crescer acima do PIB potencial nos próximos anos, a tentativa de ajuste externo somente via desvalorização cambial resultará inevitavelmente em aumento da inflação. Portanto, para que o ajuste externo tenha êxito e seja compatível com o controle da inflação, a contenção da demanda doméstica será indispensável. O problema é que um componente da demanda doméstica – a FBCF – terá de continuar crescendo bem acima do PIB durante alguns anos, de modo a elevar a relação FBCF/PIB e tornar viável o crescimento do PIB a taxas robustas (em torno de 5% aa). Assim, a combinação desejável de ajuste externo e inflação baixa somente será obtida nos próximos anos se o consumo estiver crescendo abaixo do PIB potencial.

A necessidade de se manter o consumo crescendo menos do que o PIB potencial põe em cena um desafio importante para a política fiscal. Como um dos principais instrumentos da política econômica para conter o consumo é o controle dos gastos públicos correntes, o governo estará diante do desafio de mudar a trajetória destes gastos nos próximos anos (de uma expansão sistematicamente acima do crescimento do PIB observada nos últimos anos para um crescimento inferior ao deste). Caso o consumo cresça nos próximos anos acima do PIB potencial (por falta de controle dos gastos públicos correntes ou inoperância de outros instrumentos da política econômica para conter o consumo), a piora da conta corrente será inevitável.

Além da sua relação com o desequilíbrio na conta corrente (via trajetória do gasto público corrente), o desempenho fiscal também pode afetar o comportamento da economia brasileira por dois canais importantes: i) evolução do superávit primário e da relação dívida pública/PIB; ii) relação entre gasto público, inflação e taxa de juros.

Neste ano, como parte de sua política anticíclica, o governo decidiu reduzir significativamente o superávit primário do setor público. E a dívida líquida do setor público deverá fechar o ano acima da de 2008 (em torno de 43% do PIB contra 38,8% no ano passado), impulsionada por dois fatores: i) um pequeno aumento do déficit público nominal (devido a uma queda do superávit primário maior do que a redução das despesas com juros) e a apreciação cambial ocorrida ao longo do ano (que tem elevado a dívida pública pelo fato do setor público ser credor em dólar).

Mas as perspectivas para a trajetória da relação dívida pública/PIB nos próximos anos são favoráveis. Com a redução da taxa de juros real (mesmo com a provável elevação da taxa Selic no futuro, a taxa de juros real não deverá voltar aos níveis pré-crise) e a retomada do crescimento a partir de 2010, o superávit primário requerido para estabilizar a dívida pública em % do PIB deverá ser baixo nos próximos anos (inferior a 1,5% do PIB). Assim, não é de se esperar que o desempenho da economia brasileira seja prejudicado – como no passado – por preocupações com a solvência fiscal por conta da evolução da relação dívida pública/PIB.

Já no que se refere a expansão do gasto público, a situação é diferente. Em 2009 o aumento do gasto público vem contribuindo de forma decisiva para a retomada do crescimento, viabilizando um desempenho melhor para o PIB no ano. Mas à medida em que o hiato do produto vá se fechando e o mercado de trabalho vá ficando mais aquecido – por conta do crescimento expressivo da economia esperado para os próximos trimestres –, a tendência é que a inflação comece discretamente a subir (o que o GC espera que ocorra mais para o final de 2010). Neste contexto, quanto mais forte for a expansão fiscal, maior terá de ser a elevação da taxa Selic para conter a inflação.

Dada a sensibilidade elevada da atividade econômica (em particular, do investimento) à trajetória da taxa de juros – reiteradamente demonstrada nas experiências de aumento/redução da taxa Selic pós-Real –, um aumento da taxa Selic tenderia a ser acompanhado por uma desaceleração do crescimento do PIB (e, sobretudo, do investimento). E este parece ser o principal risco para o desempenho da economia brasileira no horizonte de dois ou três anos: um aumento da inflação e da taxa de juros em decorrência de um aquecimento excessivo da demanda (relativamente ao crescimento potencial), levando, em seguida, a uma desaceleração moderada do crescimento. Quanto a possibilidade da desaceleração brusca do crescimento, esta provavelmente só ocorreria no caso de uma nova deterioração forte (pouco provável) do cenário externo – em particular, se esta tiver impacto relevante sobre variáveis-chave para o desempenho da economia brasileira, como os preços de commodities e o comportamento do risco Brasil. Finalmente, outro cenário a ter-se em conta até 2012 é o de pressões inflacionárias (e aumento da taxa de juros) proveniente de uma desvalorização cambial significativa, induzida por incertezas em relação a política econômica do futuro governo ou por ações efetivas deste após a posse no sentido de mudar a política econômica de forma percebida como indesejável (relaxando o controle da inflação). De todo modo, o risco de mudanças profundas na política econômica parece baixo porque a transição política deverá ocorrer num momento de bom desempenho da economia brasileira e seria muito alto o custo político de por em risco o controle da inflação. Mas, evidentemente, isto não significa que desequilíbrios na economia brasileira – como a trajetória da conta corrente e do gasto público – não tenham de ser corrigidos, nos próximos anos, para que a economia possa crescer de forma sustentada.

Nível de Atividade Industrial

Paulo Gonzaga e Silvio Salles

A indústria em julho e o PIB do segundo trimestre de 2009 em trajetória de recuperação.

A indústria continua sustentando uma trajetória de recuperação, segundo o índice de base fixa com ajuste sazonal. Ao que tudo indica, dezembro foi o “fundo do poço” e em janeiro se iniciou um movimento de recuperação (gráfico 1). Há sete meses consecutivos a indústria cresce e não há indicações de que essa trajetória vá ser interrompida nos próximos meses. Essa é a boa notícia. A má notícia é que o crescimento está lento e, assim, a indústria terminará 2009 com forte queda de produção frente a 2008.

Em julho a indústria assinala incremento de 2,2% frente a junho no índice de base fixa com ajuste sazonal. Todas as categorias de uso apontam aumento de produção com as taxas variando de 4,6% em bens de consumo duráveis a 1,0% em bens de consumo semiduráveis e não duráveis. Mesmo registrando incremento de produção há sete meses consecutivos, frente ao mês anterior, o setor ainda opera abaixo do patamar produtivo pré crise, em setembro de 2008. Os setores mais afetados pela abrupta queda de produção a partir dos últimos meses do ano passado – veículos automotores e material elétrico, aparelhos e equipamentos de comunicações, ambos com quedas de -54,6% em dezembro 2008/setembro 2008 – foram exatamente os mais cresceram a partir de janeiro (julho 2009/dezembro 2008)– 69,3% e 59,9%, respectivamente. Mas mesmo assim, ainda estão bem abaixo do nível produtivo de setembro (-23,1% e -27,4% respectivamente). Portanto, o muito que se avançou ainda foi pouco.

Comparando com igual período de 2008, a queda em julho é menor que a de janeiro-junho em todas as categorias de uso exceto em bens de consumo semi e não duráveis, onde as taxas foram próximas -3,0% em janeiro-junho contra -3,2% em julho (tabelas 2 e 3). A melhora mais significativa foi em bens de consumo duráveis com -19,1% em janeiro-junho e -6,7% em julho, com destaque para a linha branca que passa de uma queda de -4,2% para um incremento de 38,2%, respectivamente (tabela 3). Os resultados mais preocupantes, em termos das perspectivas futuras de crescimento, são os de bens de capital onde os decréscimos por subsetor em julho, com poucas exceções, foram similares ou maiores aos de janeiro – junho. Todas as quedas em julho foram de dois dígitos variando de -19,1% em bens de capital para transporte para -51,9% em bens de capital para construção.

Com o crescimento do PIB de 1,9% em abril-junho frente ao trimestre anterior, na série com ajuste sazonal, o país saiu da recessão (tabela 4), mas ainda não retomou o nível pré-crise (gráfico 2). O alcance de uma taxa positiva em 2009 não pode ser descartado, pois o setor de serviços, que responde por cerca de 65,0% do PIB, foi pouco afetado pela crise, caiu, frente ao trimestre anterior, apenas -0,5% em outubro-dezembro, voltando a crescer 0,6% em janeiro-março e 1,2% em abril-junho. Pela ótica da demanda, o mesmo pode ser dito do consumo das famílias, que é cerca de 61,0% do

PIB, e que caiu – 1,4% em outubro-dezembro, mas cresce em janeiro-março (0,6%) e abril-junho (2,1%).

O crescimento de 1,9% na margem foi sustentando, basicamente, pela manutenção de taxa positiva nos Serviços (1,7%, após 0,7% no trimestre anterior) e pela reação da indústria, com acréscimo de 2,1% após dois trimestres consecutivos de perda (-11%). Com esse resultado, o setor industrial produz em nível ligeiramente abaixo (-0,6%) do observado no 1º trimestre de 2007.

O setor de serviços foi o menos atingido no período pós crise, recuou apenas no 4º trimestre de 2008 (-0,5%), tendo crescido nos dois trimestres seguintes, quando acumulou expansão de 1,8%, o dobro da taxa global (0,9%). Não afetado pela forte redução no comércio internacional e fortemente atrelado à evolução da renda doméstica, este setor atinge nível máximo de produção neste 2º trimestre de 2009, situando-se 1,3% acima do 3º trimestre de 2008 (fase anterior aos efeitos da crise internacional). A agropecuária cai há 4 trimestres consecutivos, acumulando perda de 5% neste período. Seu nível de produção atual equivale ao do 4º trimestre de 2007.

A formação bruta de capital fixo recuou fortemente desde o último trimestre do ano passado (em 9,2% e, no período seguinte, em 12,3%, acumulando portanto perda de 20,2% frente ao período pré crise). É o aspecto mais negativo do PIB, ainda que tenha mostrado variação nula neste segundo trimestre, o que pode sinalizar o fim dessa trajetória de forte queda.

Pelo lado dos componentes da demanda, o destaque positivo é o consumo das famílias, que com a taxa de 2,1% neste segundo trimestre acumula 2,6% frente ao final do ano passado. No mesmo período, o PIB registra taxa de 0,9%. O consumo das famílias, ainda no indicador trimestre/trimestre anterior, cresceu seguidamente desde o terceiro trimestre de 2003, tendo interrompido essa seqüência apenas na passagem do terceiro para o quarto trimestre de 2008 (-1,4%), quando o PIB total recuou 3,5%. O consumo das famílias vem se apoiando no aumento da massa salarial, na recuperação do volume de crédito para pessoas físicas, no contínuo aumento real do salário mínimo, além dos efeitos de programas de transferência de renda. A inflação em declínio é uma fator adicional para estimular o consumo interno.

Comparando-se o nível do PIB no segundo trimestre de 2009 ao do terceiro de 2008, numa espécie de 'saldo' dos efeitos da crise até aqui, temos os seguintes resultados: PIB (-2,5%); Agropecuária (-3,4%); Indústria (-9,2%); Serviços (+1,3%, nível recorde); Administração Pública (1,1%, nível recorde); FBKF (-20,2%, recua ao nível do 1º trimestre de 2007); e Exportações (-7,8%, recua ao nível do 1º trimestre de 2006).

Com os números observados até aqui, que mostram um decréscimo de 1,5% no PIB no primeiro semestre deste ano, para que a taxa 2009/2008 aponte crescimento zero, é necessário que nos próximos dois trimestres o acréscimo marginal fique em 1,5%. Mantido o ritmo de 1,9% observado neste 2º trimestre (hipótese otimista considerando o histórico da série e o contexto de incerteza que ainda paira sobre a economia mundial) o PIB mostraria acréscimo de 0,3%. Sendo assim, é razoável esperar um PIB ligeiramente abaixo de zero para este ano, pressionado negativamente pela indústria, pelos investimentos e pelas exportações.

Tabela 1
Indicadores da Produção industrial por Categoria de Uso
Brasil – julho 2009*

Categoria de Uso	Variação (%)			
	Mês/Mês *	Mensal	Acumulado no ano	Acumulado 12 meses
Bens de Capital	1,4	-23,9	-23,1	-10,1
Bens Intermediários	2,0	-11,6	-15,1	-10,4
Bens de Consumo Duráveis	4,6	-6,7	-17,3	-13,5
Bens de Consumo Semiduráveis e Não Duráveis	1,0	-3,2	-3,1	-1,6
<i>Indústria Geral</i>	2,2	-9,9	-12,8	-8,0

*com ajuste sazonal

Fonte: IBGE-PIM-PF

TABELA 2

Setores selecionados	Janeiro-Junho/2009	Julho/2009
Indústria Geral	-13,4	-9,9
Bens de Capital	-23,0	-23,9
para indústria	-33,3	-34,7
para agricultura	-36,5	-36,8
para transporte	-6,2	-19,1
para energia	-29,6	-44,7
para construção	-67,3	-51,9
para uso misto	-27,4	-15,5
Bens Intermediários	-15,7	-11,6
Petróleo e gás - Subsetor	6,2	3,9
Extr. minerais ferrosos - Subsetor	-32,6	-21,4
Alimentos - Intermediários	1,0	-7,5
Têxtil - Intermediários	-9,6	-6,0
Refino de petróleo e Produção de Álcool - Intermediária	-3,2	-0,6
Defensivos Agrícolas - Subsetor	-25,7	-18,6
Insumos para a construção civil	-10,2	-10,0
Celulose - Subsetor	-2,3	-1,4
Metalurgia básica - Intermediários	-27,8	-19,2
Veículos automotores - Intermediários	-32,6	-28,0

TABELA 3

Setores selecionados	Janeiro-Junho/2009	Julho/2009
Indústria Geral	-13,4	-9,9
Bens de Consumo Duráveis	-19,1	-6,7
Automóveis	-13,8	-10,1
Eletrodomésticos	-12,8	12,5
Linha Branca - Subsetor	-4,2	38,2
Linha Marrom - Subsetor	-29,5	-26,2
Outros Eletrodomésticos - Subsetor	-2,5	22,5
Celulares	-41,2	-17,6
Outros equipamentos de transporte - Duráveis	-40,9	-20,1
Mobiliário - Duráveis	-9,1	3,6
Bens de Consumo Semi e não Duráveis	-3,0	-3,2
Abate de bovinos e suínos - Subsetor	-4,3	-4,4
Abate de aves - Subsetor	-3,3	2,8
Leite e laticínios - Subsetor	-6,3	-6,1
Bebidas - Semi e Não Duráveis	4,6	5,4
Calçados - Subsetor	-15,7	-10,0
Têxtil - Semi e Não Duráveis	-15,5	-11,9
Vestuário - Semi e Não Duráveis	-12,1	-8,4
Farmacêutica - Semi e Não Duráveis	10,4	8,8
Álcool e gasolina (combustíveis)	-1,3	-13,6

Tabela 4

PIB com ajuste sazonal – trimestre em relação ao trimestre anterior (%)
2008-2009

Setor de Atividade	2008		2009	
	Jul-Set	Out-Dez	Jan-Mar	Abr-Jun
PIB	1,3	-3,4	-1,0	1,9
Agropecuária	-1,5	-2,0	-1,4	-0,1
Indústria	1,6	-8,0	-3,2	2,1
Serviços	1,4	-0,5	0,6	1,2
Por componentes da Demanda Final				
Consumo Famílias	1,8	-1,4	0,6	2,1
Consumo Governo	1,2	0,3	0,8	-0,1
FBKF	4,3	-9,1	-12,3	0,0
Exportação	-2,8	-4,1	-15,8	14,1
Importação	0,5	-7,0	-12,0	1,5

Fonte: IBGE - Contas Nacionais

Tabela 5

PIB – variação em volume em relação a igual trimestre do ano anterior (%)
2008-2009

Setor de Atividade	2008		2009	
	Jul-Set	Out-Dez	Jan-Mar	Abr-Jun
PIB	6,8	1,3	-1,8	-1,2
<i>Por Setor de Atividade</i>				
Agropecuária	6,4	2,2	-1,6	-4,2
Indústria	7,1	-2,1	-9,3	-7,9
Serviços	5,9	2,5	1,7	2,4
<i>Por componentes da Demanda Final</i>				
Consumo Famílias	7,3	2,2	1,3	3,2
Consumo Governo	6,4	5,5	2,7	2,2
FBKF	19,7	3,8	-14,0	-17,0
Exportação	2,0	-7,0	-15,2	-11,4
Importação (-)	22,8	7,6	-16,0	-16,5

Fonte: IBGE - Contas Nacionais

GRÁFICO 1

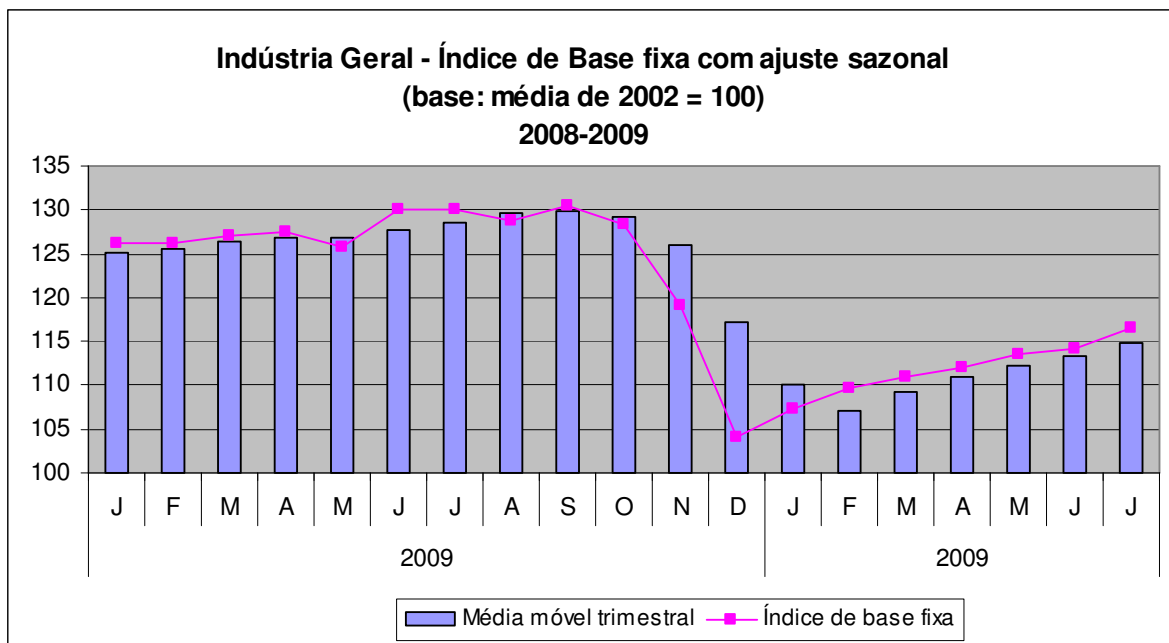
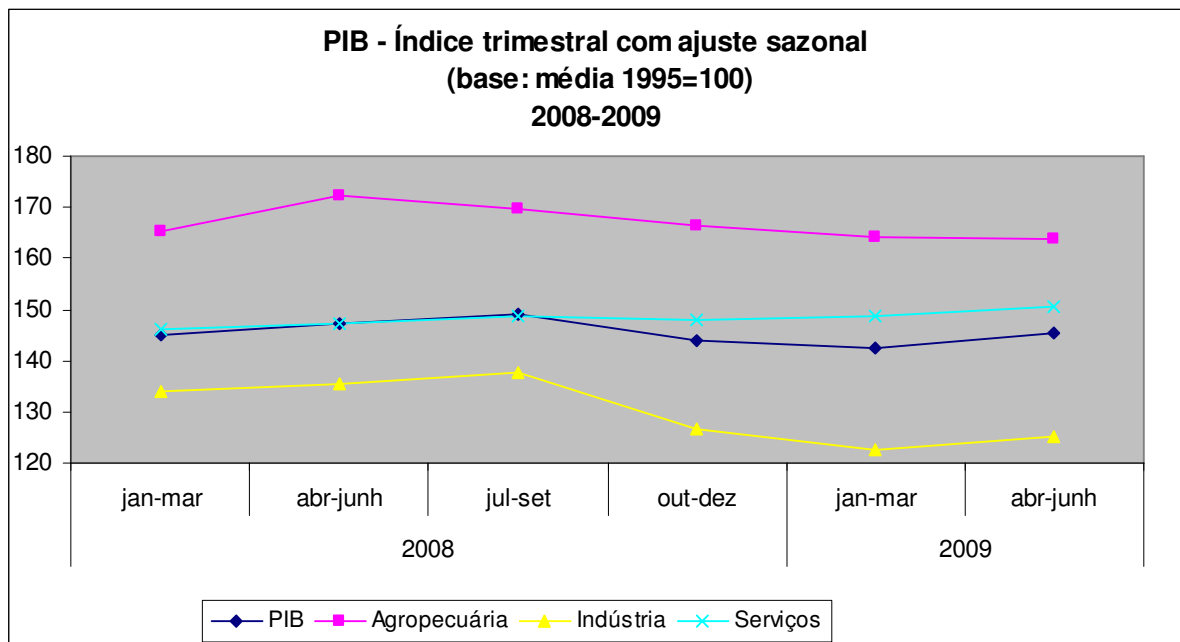


GRÁFICO 2



Política Fiscal

Margarida Gutierrez

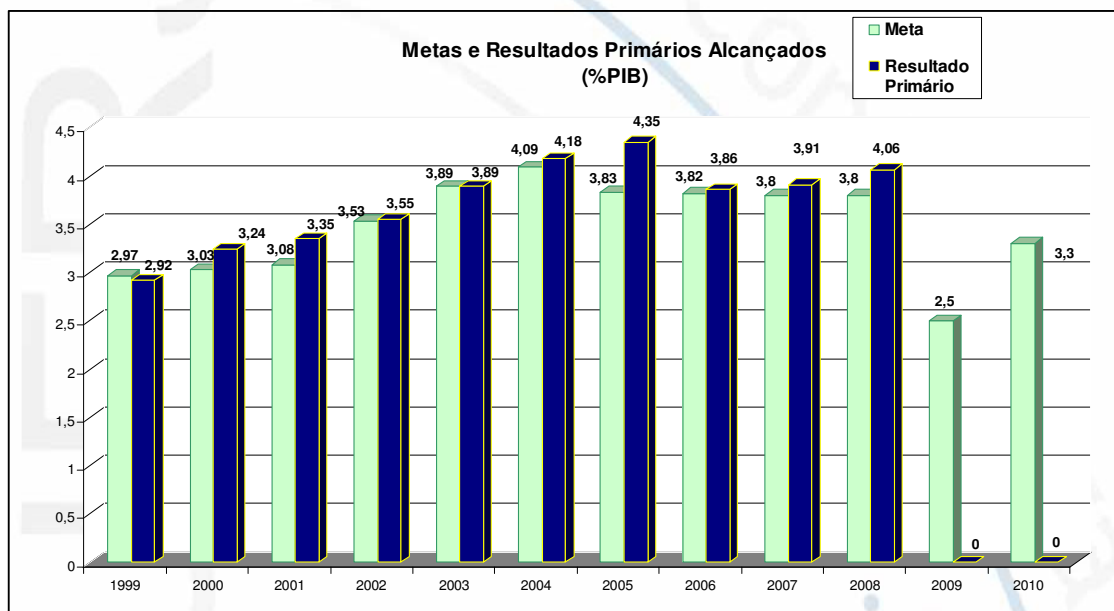
A Política Fiscal anticíclica em 2009

Para este ano, a meta de superávit primário (receitas menos despesas excluídos os gastos com juros da dívida pública) foi inicialmente fixada em 3,8% do PIB, mas logo a seguir reduziu-se para 3,3% do PIB, ao excluir a Petrobrás das contas públicas, cuja meta primária representava 0,5% do PIB. A contínua queda da arrecadação, provocada pela redução do nível de atividade econômica e por um conjunto de isenções fiscais implementadas desde outubro do ano passado para compensar os efeitos recessivos da crise internacional sobre a demanda doméstica, levou a uma nova redução do superávit primário meta de 3,3% do PIB para 2,5% do PIB.

Recentemente, o governo introduziu mais uma novidade ao ampliar os recursos no âmbito do Projeto Piloto de Investimentos (PPI), de R\$ 15,6 bilhões (0,5% do PIB) para R\$ 28,5 bilhões (0,94% do PIB). Esta manobra contábil significa que a meta de superávit primário de 2,5% do PIB, na prática, poderá ser de 1,56% do PIB. Existe também a possibilidade de usar os recursos do Fundo Soberano Brasil, criado em 2008, com recursos excedentes do superávit primário no valor de R\$ 14,2 bilhões (0,5% do PIB). Se este recurso também for utilizado, o superávit primário efetivo do setor público cairá para 1,06% do PIB.

Assim, em 2009 o superávit primário ficará bem abaixo dos obtidos desde 1999, ano em que, de fato, foi introduzida a disciplina fiscal no Brasil (gráfico 1)

GRÁFICO 1



O superávit primário do setor público acumulado de janeiro a julho deste ano foi não só o mais baixo da série histórica iniciada em 1997, como também, pela primeira vez no período considerado, se situa abaixo da meta para o ano (gráfico 2). Considerando os fluxos em 12 meses encerrados em julho, o resultado primário é de apenas 1,76% do PIB, também abaixo da meta para o ano (gráfico 3).

Esses resultados evidenciam uma política fiscal fortemente expansionista e que, com muita probabilidade, usará os dois recursos contábeis para garantir, do ponto de vista legal, a meta para o ano.

GRÁFICO 2

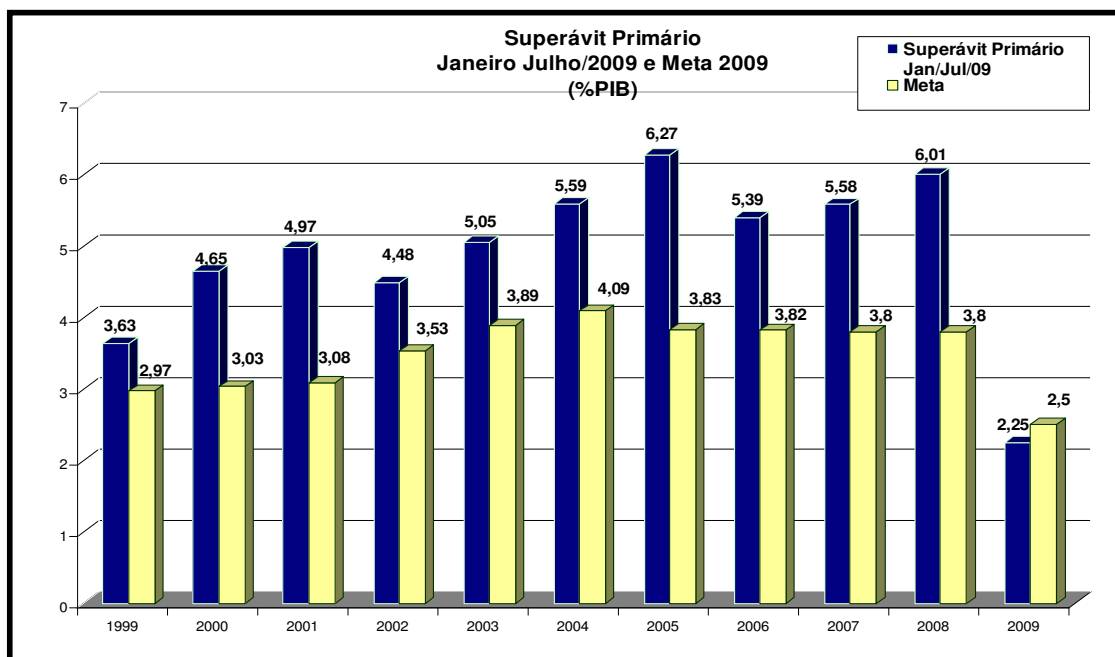
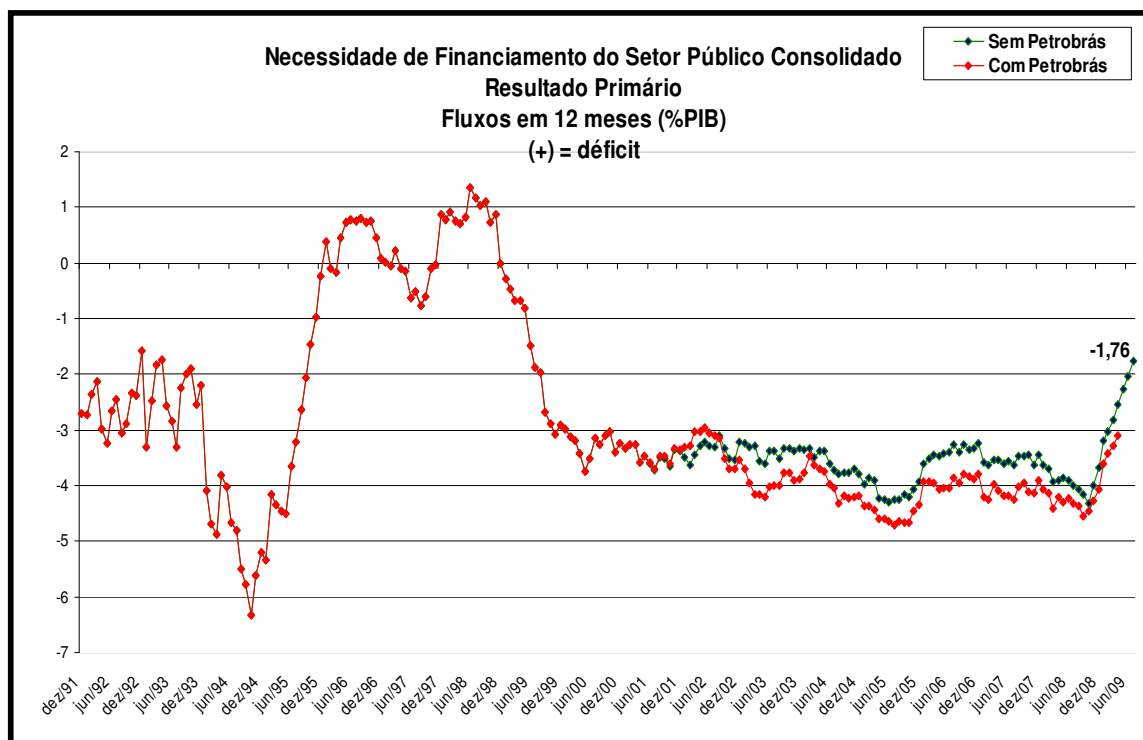


GRÁFICO 3



Se, de um lado, a política fiscal anticíclica produziu resultados extremamente positivos sobre o nível de atividade econômica, que já deu sinais efetivos de recuperação, por outro, ela apresenta limitações pois o aumento dos gastos de governo está fortemente concentrado em despesas obrigatórias e não em gastos discricionários, contribuindo para tornar mais rígidos os orçamentos futuros.

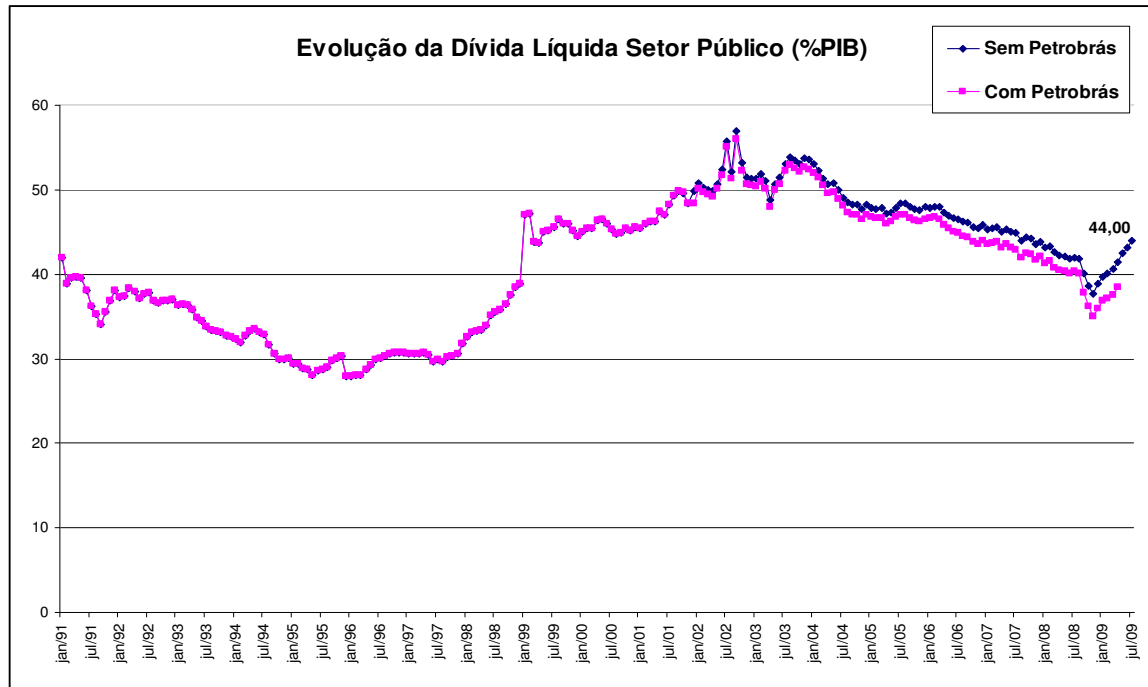
Discutiremos, a seguir, os efeitos de um relaxamento da política fiscal sobre a condição de solvência da dívida pública e sobre a qualidade do ajuste fiscal.

- **O impacto de uma política fiscal anticíclica sobre o grau de endividamento público**

A condição de solvência do setor público vem melhorando substancialmente desde 2003. A Dívida Pública/PIB se encontrava em trajetória de queda (gráfico 4) devido aos fortes superávits primários obtidos ao longo dos anos e à queda das taxas de juros que incidem sobre a dívida pública. A partir de outubro do ano passado, quando o Brasil foi afetado pela crise internacional, o grau de endividamento público começou a se elevar atingindo 44% do PIB em julho. A redução do superávit primário e a valorização do R\$/U\$ a partir de março (o setor público é credor em câmbio) são os fatores que mais contribuíram para essa elevação. A exclusão da Petrobrás das contas de governo, a partir de maio deste ano, também contribuiu para elevar a dívida pública, já que a empresa é credora líquida.

No entanto, a expectativa de manutenção do atual patamar de taxas de juros, em termos reais em torno de 4% pelo menos até meados de 2010, e a recuperação da atividade econômica estimada para o segundo semestre deste ano e para 2010 requerem um superávit primário menor para estabilizar a Dívida Pública/PIB no nível atual de 44% do PIB ¹ (Tabela 1)

GRÁFICO 4



¹ Da decomposição da dívida em seus fatores e utilizando alguns poucos mecanismos algébricos, chegamos à seguinte expressão: $\Delta (Dívida / PIB)_{t,t-1} = Dívida / PIB_{t-1} (taxa de juros real_{t,t-1} - taxa de crescimento do PIB_{t,t-1}) - Superávit Primário / PIB_{t,t-1}$. Para estabilizar a Dívida/PIB, a $\Delta (Dívida / PIB) = 0$, então chegamos à seguinte condição de solvência: $Superávit Primário / PIB = Dívida Pública / PIB_{t-1} (taxa de juros real - taxa de crescimento real do PIB)$

TABELA 1**Superávits Primários/ PIB requeridos para estabilizar a relação Dívida Pública/ PIB no patamar atual de 44%, sob diferentes hipóteses de crescimento do PIB**

Superávit Primário/PIB	Taxas de juros reais (%)	PIB (taxa de crescimento real %)
-0,44	4	5
0	4	4
0,44	4	3

Pelos resultados da tabela, uma taxa de crescimento do PIB de 5% para 2010 associada a uma taxa de juros real em torno de 4% ao ano (condições bem prováveis para 2010) exigiria um resultado primário negativo consolidado de 0,44% do PIB para manter a Dívida Pública/PIB no patamar de 44%. Trata-se de uma situação confortável, até porque a meta para o ano que vem é de 3,3% do PIB.

- **Os impactos de uma política fiscal anticíclica sobre a qualidade do ajuste fiscal no Brasil**

De acordo com a quarta Reprogramação Orçamentária para 2009, ocorrida em setembro, estima-se que as receitas primárias do governo central serão de 24,19% do PIB, um pouco abaixo das obtidas em 2008, e que as despesas primárias atingirão o nível de 18,68% do PIB, significativamente superiores em relação ao ano passado.

Em princípio, qualquer aumento de gastos públicos funciona como um amortecedor à queda do ritmo de crescimento econômico e, portanto, o Brasil estaria praticando uma política fiscal semelhante às que estão sendo implementadas pela maior parte dos países para enfrentar os efeitos adversos decorrentes da crise internacional. Mas o ideal é que os gastos anticíclicos sejam temporários (discricionários) porque, caso signifiquem o aumento das despesas obrigatórias (permanentes), poderão comprometer orçamentos futuros. Neste sentido, os investimentos são tipicamente os gastos anticíclicos, além de gerarem efeitos multiplicadores sobre a demanda agregada muito maiores que os gastos com pessoal.

No entanto, a política anticíclica de 2009 está fortemente centrada em aumento de gastos que são obrigatórios, especialmente, pessoal e previdência (tabelas 2 e 3).

As despesas com investimentos estão projetadas em R\$ 36,67 bilhões (1,2% do PIB), que representam um nível acima do realizado em 2008, e os investimentos no âmbito do Projeto Piloto de Investimentos passaram a incorporar todos os investimentos do PAC. Os investimentos do PAC, por sua vez, foram recentemente ampliados para incorporar o programa Minha Casa Minha Vida. Com isso, os investimentos que podem ser desconsiderados dos gastos para fins de cumprimento legal da meta de superávit primário do governo central, fixada em 1,4% do PIB, foram ampliados de 0,5% do PIB para 0,94% do PIB. No entanto, dificilmente estes valores serão cumpridos até o final do ano, pois os investimentos realizados de janeiro a julho totalizaram apenas de R\$ 15,01

bilhões, sendo que os investimentos do projeto Piloto de Investimentos (PPI) foram de R\$ 4,98 bilhões.

Além disso, algumas incertezas ainda permeiam o orçamento de 2009.

Em primeiro lugar, as receitas primárias parecem superestimadas, considerando que nos fluxos de 12 meses encerrados em julho, período que ainda incorpora meses de 2008 em que a arrecadação crescia, se situam em 19,57% do PIB (gráfico 5). Para que a previsão de 20,08% do PIB se confirme será preciso que no segundo semestre as mesmas cresçam bastante acima do PIB, o que parece pouco provável, mesmo considerando a recuperação econômica ora em curso.

Um segundo ponto de incerteza está no crescimento do PIB, projetado em 1%, em termos reais, hipótese bastante otimista, de acordo com todas as evidências disponíveis até o presente momento. Neste caso, as despesas que estão fixas em valores absolutos, que são obrigatórias e que independem do nível de arrecadação, como por exemplo, gastos com pessoal (5,06% do PIB) e previdência (7,33% do PIB) representarão uma parcela relativa maior do PIB. Se isto ocorrer, teremos encerrado o ano de 2009 com um orçamento mais rígido ainda que os dos anos passados, reduzindo o espaço para que os próximos governos aumentem a participação (reduzida) dos investimentos públicos.

Para 2010, o Projeto de Lei Orçamentária enviado ao Congresso prevê um aumento das receitas e dos gastos primários. No entanto, este projeto ainda não inclui uma série de gastos, tais como a lei Kandir (no valor previsto de R\$ 5,2 bilhões) e o reajuste dos aposentados do INSS a ser dado em janeiro de 2010 aos beneficiários com valor acima do salário mínimo. Para estes, o Orçamento prevê apenas a correção da inflação, medida pelo INPC, como ocorre todo ano.

TABELA 2
Evolução das Receitas, Despesas e Superávits Primários
Governo Central
Fluxos acumulados em 12 meses
(% PIB)

	1999	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009 (p)	2010 (p)
1. Receitas Primárias Brutas	19,66	21,66	20,98	21,61	22,74	22,93	23,82	24,8	24,19	25,66
2. Transferências a Estados e Municípios	3,28	3,8	3,54	3,48	3,91	3,92	4,07	4,61	4,11	4,33
3. Receita Líquida (1-2)	16,38	17,86	17,44	18,13	18,83	19,02	19,76	20,19	20,08	21,33
4. Despesas Primárias	14,49	15,71	15,13	15,59	15,59	16,96	17,53	17,23	18,68	19,18
Resultado Primário	1,89	2,15	2,31	2,54	2,46	2,06	2,23	2,96	1,4	2,15

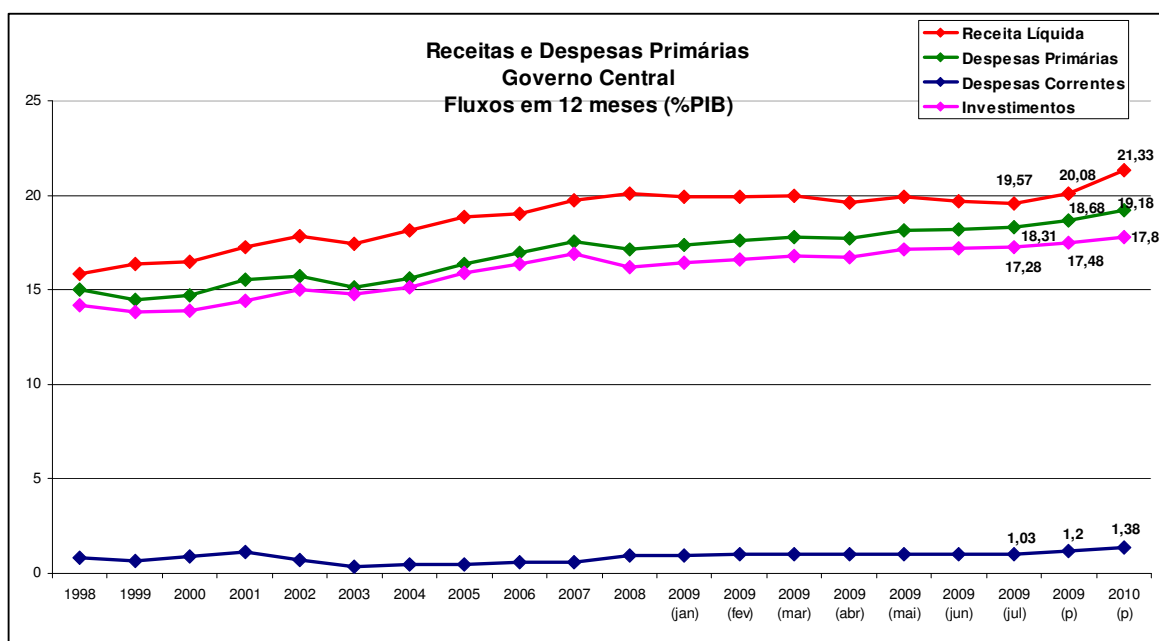
Fonte: STN/Ministério da Fazenda

TABELA 3
Evolução das Principais Despesas Primárias
Governo Central (TN, BC e INSS)
Fluxos acumulados em 12 meses
(% PIB)

	1999	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009 (p)	2010 (p)
4. Despesas Primárias	14,49	15,71	15,13	15,59	15,59	16,96	17,53	17,23	18,68	19,18
4.1 Pessoal e Encargos	4,47	4,81	4,46	4,31	4,3	4,46	4,48	4,53	5,06	5,05
4.2 Pagamentos Previdenciários INSS	5,5	5,96	6,3	6,48	6,8	6,99	7,19	6,91	7,33	7,31
4.3 Custeio e Capital	4,44	4,86	4,26	4,69	5,18	5,41	5,92	5,68	6,29	6,82
4.3.1 Benefícios Assistenciais (LOAS e RMV)	0,14	0,23	0,26	0,39	0,43	0,49	0,55	0,55	0,63	0,68
4.3.2 Saúde (SUS)	1,34	1,39	1,33	1,38	1,45	1,36	1,34	1,34	n.d.	1,47
4.3.3 Investimentos	0,65	0,68	0,38	0,46	0,47	0,57	0,62	0,97	1,2	1,38
4.3.4 Educação	n.d.	n.d.	0,36	0,29	0,32	0,25	0,28	0,34	n.d.	0,63
4.3.5 Bolsa Família	n.d.	n.d.	0,19	0,27	0,3	0,32	0,33	0,36	0,37	0,39
Resultado Primário	1,89	2,15	2,31	2,54	2,46	2,06	2,23	2,96	1,4	2,15

Fonte: STN/Ministério da Fazenda

GRÁFICO 5



Investimento

Marcos Felipe Casarin

1. Introdução:

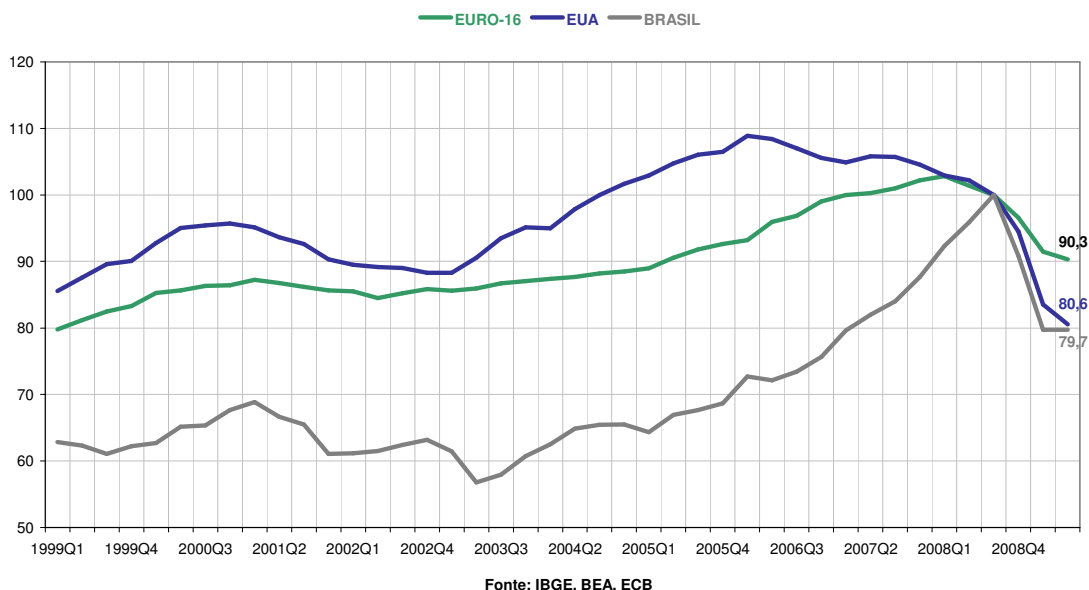
No Brasil, a presente crise internacional afetou de maneira mais aguda e imediata a produção industrial, através da paralisação dos investimentos e da queda das exportações. A combinação de retração do crédito e deterioração das expectativas (evidenciada pela queda nos índices de confiança da indústria e do consumidor) foi capaz de suspender os planos de investimento privados, enquanto a queda da demanda externa terminou por inibir a produção voltada para o setor externo¹, culminando em uma profunda queda nos níveis de utilização de capacidade instalada. Desta maneira, espera-se que os principais combustíveis para o início de uma recuperação do investimento já a partir do terceiro trimestre serão: a melhoria dos índices de confiança, retomada do financiamento (interno e externo) e a redução da ociosidade na indústria.

2. Comparação Internacional

O agravamento da crise após o episódio do Lehman Brothers em setembro do ano passado afetou as economias emergentes e avançadas de maneira distinta. Portanto, comparar a evolução dos investimentos no Brasil e nas economias desenvolvidas pode ser um exercício interessante para situar o leitor com relação à intensidade da contração observada aqui em uma perspectiva internacional. O Gráfico 1 nos mostra que a FBCF apresentava, até setembro, trajetórias distintas nos diferentes países. Enquanto no Brasil o indicador situava-se na máxima desde 1999, nos EUA e na Zona do Euro os investimentos já se encontravam em meio a um longo processo de desaceleração na margem. Este fato revela que o efeito contrapé que a crise exerceu sobre as decisões de investimento no Brasil foi responsável por abortar um intenso ciclo de inversões que já durava cinco anos. De maneira não surpreendente, a queda verificada aqui foi a mais aguda (-20,3%) porém a menos duradoura dentre as economias selecionadas, levando apenas dois trimestres para estabilizar-se, ao contrário de EUA e Europa, que já registravam quedas do investimento na margem desde 2007Q3 e 2008Q2, respectivamente.

¹ A publicação “Visão do Desenvolvimento” (#66), publicada pelo BNDES em 15 de junho de 2009, estima que, de setembro de 2008 a março de 2009, a queda na demanda externa respondeu por 55% da queda da indústria de transformação, onde 32,8% é efeito direto e 22,2%, indireto.

Gráfico 1: FBCF em Comparação Internacional: Brasil, EUA e Zona do Euro (índices com ajuste sazonal e base 100 = set/08)



3. Comportamento do Investimento no Brasil

A Formação Bruta de Capital Fixo manteve-se estável entre o primeiro e o segundo trimestres deste ano, deixando para trás um curto (porém forte) período de retração na margem. No entanto, o indicador ainda encontra-se 17% abaixo do nível que ocupava no mesmo trimestre do ano anterior, sugerindo que a contração em 2009 não será pequena. Como se sabe, a presente crise foi responsável por abortar o mais longo e mais intenso ciclo de investimentos em capital fixo da economia brasileira dos últimos dezoito anos. Desta forma, colocam-se duas perguntas: (i) quando a FBCF voltará a ter crescimento positivo na margem?; (ii) quando ela voltará ao nível que ocupava antes da crise? Para respondê-las, é necessário analisarmos o comportamento dos componentes do investimento na margem através dos dados mensais de consumo aparente de bens de capital e produção de insumos da construção civil para, em seguida, realizarmos exercícios de simulação de modo a saber qual o crescimento requerido para que o investimento volte ao patamar pré-Lehman ainda em 2010.

Através da análise da Tabela 1, é possível observar que nem todos os indicadores mensais que compõem a FBCF apresentam sinais claros de recuperação. Em especial, as importações de bens de capital, que foram responsáveis por um importante impulso no ciclo de investimentos de 2004-2008, ainda encontram-se em trajetória declinante, situando-se 40% abaixo do patamar de setembro do ano passado. Por outro lado, observa-se que a produção nacional dos insumos típicos da construção civil mostrou-se pouco elástica à queda do nível de atividade e já se aproxima do nível que ocupava no pré-crise. Com relação às máquinas e equipamentos produzidos domesticamente, nota-se que após uma queda superior a 30% de setembro a março, a atividade do setor já iniciou sua recuperação ao longo do segundo trimestre, padrão que deve ser mantido nos próximos trimestres a exemplo da própria indústria de transformação.

Tabela 1: Componentes da Formação Bruta de Capital Fixo (Índice 100 = set/08)							
	2007 (média)	2008 (média)	set/08	dez/08	mar/09	jun/09	jul/09*
Produção Nacional de Bens de Capital	81,8	93,4	100,0	73,4	68,9	72,7	73,8
Quantum das Exportações de Bens de Capital*	82,1	86,9	100,0	76,2	55,7	60,2	44,5
Quantum das Importações de Bens de Capital*	67,4	90,6	100,0	95,4	87,7	68,8	64,1
Construção Civil (Insumos Típicos)	88,9	96,4	100,0	87,4	86,9	89,4	91,6

Fonte: IBGE, Funcex

* dados de comércio exterior referentes a agosto/09

Em consonância com o que foi exposto na Introdução deste boletim, acredita-se que três fatores em especial representaram restrições à continuidade dos investimentos após o agravamento da crise: a deterioração das condições de financiamento às empresas, a queda na confiança de empresários e consumidores e a alta ociosidade na indústria de transformação. O argumento que se coloca aqui é que estes mesmos entraves já começaram a ser removidos, contribuindo para um cenário de recuperação do investimento a partir do terceiro trimestre (Tabela 2). A começar pelos índices de confiança, que vem se recuperando de maneira significativa desde o primeiro trimestre e já encostam no nível pré-crise menos de um ano depois. Em seguida, observa-se um horizonte muito mais favorável no que diz respeito às fontes de financiamento para as empresas. Merecem destaque: (i) a recuperação do mercado de capitais, que voltou a registrar emissões de ações após sete meses estagnado e prepara-se para receber o IPO do Santander-Brasil, que tende a ser o maior do mundo em 2009, podendo superar os R\$ 15 bilhões; (ii) o início da convergência da média diária de concessões de crédito aos níveis pré-Lehman após atingirem seu piso em janeiro; (iii) a manutenção dos desembolsos do Sistema BNDES, que inclusive supriu as lacunas deixadas pela escassez de crédito doméstico e externo no período de agravamento da crise; (iv) a volta do financiamento externo às empresas, que já captaram mais de US\$ 4,5 bilhões em emissões de bônus em moeda estrangeira nos últimos três meses. Na mesma direção, o nível de utilização da capacidade instalada da indústria de transformação (NUCI), que caiu 5 p.p. de setembro a janeiro, caminha rapidamente para os 80%, que nas crises passadas já era compatível com a retomada dos investimentos em capital fixo.

Tabela 2: Restrições ao Investimento (indicadores selecionados)							
	dez/07	set/08	dez/08	jan/09	mar/09	jun/09	ago/09*
Índice de Formação Bruta de Capital Fixo	87,7	100,0	90,9	-	79,7	79,7	-
Índice de Confiança da Indústria ¹	101,5	100,0	65,0	65,5	67,7	81,4	91,9
Índice de Confiança do Consumidor ¹	105,5	100,0	85,1	86,3	87,0	96,5	98,9
Nível de Utilização da Capacidade Instalada* (%)	83,3	83,1	79,1	78,0	78,8	79,4	79,9
Emissões Primárias no Mercado de Capitais (R\$ milhões) ²	12.495	5.662	6.168	5.420	1.849	3.051	5.375
Média Diária das Concessões de Crédito à PJ (R\$ milhões)	5.017	5.004	5.104	4.024	4.588	4.590	4.443
Desembolsos do Sistema BNDES* (R\$ milhões) ^{2,3}	7.697	7.369	10.297	8.396	5.970	8.000	7.822

Fonte: IBGE, FGV, CNI, CVM, BCB, BNDES

¹ índice com ajuste sazonal, base 100=set/08; ² médias móveis de 3 meses; ³ exclui empréstimo de R\$ 25 bilhões à Petrobrás em julho de 2008

* os dados da CNI e do BNDES são referentes a julho de 2009

Em linha com o raciocínio de que algumas das principais restrições ao investimento estão sendo removidas e que, tanto consumo aparente de bens de capital, quanto a produção de insumos da construção civil estão registrando crescimento na margem nos dados de julho, espera-se que a FBCF retome a trajetória de crescimento que foi

abortada ao longo do quarto trimestre de 2008. A base de comparação deprimida, a combinação de políticas monetária e fiscal expansionistas, e os incentivos para produção e aquisição de bens de capital concedidos pelo BNDES² com vigência até dezembro contribuem para que a recuperação se dê a taxas elevadas nos últimos dois trimestres deste ano. Por fim, um simples exercício de simulação aponta que se o ritmo de expansão trimestral for o mesmo da média do período de 2003T3 a 2008T3 (2,8% sobre o trimestre anterior), a FBCF somente retornará ao nível pré-crise no terceiro trimestre de 2011. No entanto, o crescimento requerido para que o investimento retorne ao patamar de setembro de 2008 já no ano que vem é de 3,9% em média a cada trimestre – o que significa um esforço investimento de 40% acima do ritmo dos últimos cinco anos (Gráfico 1).

² Após o anúncio das medias em 29/6/09, entraram em vigor (com notória agilidade e eficiência, de modo a não paralisar as decisões de investimento à espera das novas condições de financiamento), em 10 de julho, o Programa de Sustentação do Investimento (PSI), o Pró-Caminhoneiro, o Pró-Engenharia e o Fundo Garantidor dos Investimentos (FGI). Além da redução da TJLP de 6,25% para 6% ao ano, e da criação do FGI, que facilitará as operações de repasse do BNDES às MPMEs, os programas afetarão a atividade econômica através da redução de juros para aquisição e produção de bens de capital nas linhas Finem, Finame, Finame Agrícola e BNDES Automático de 10,25% ao ano para 4,5% (juro real zero), exceto para aquisição de caminhões, que terá taxa fixa de 7% ao ano. Também foi reduzido o custo do pré e pós embarque para as exportações de máquinas e equipamentos produzidos no Brasil, além do apoio à inovação e da criação de um programa para o refinanciamento de dívidas de empresas produtoras de bens de capital, com prazo de 12 meses, sendo até 6 de carência.