

Política econômica

O “descolamento” da economia brasileira, a retomada do crescimento e o risco de pressão inflacionária

Edison Marques Moreira*

Economista da FEE

Para muitos economistas, a gigantesca turbulência criada pela concordata do Lehman Brothers, em setembro de 2008, enterrou de vez a tese do “descolamento” dos países emergentes. Segundo essa visão, parte substancial das economias em desenvolvimento resistira bem melhor do que a média dos países ricos ao cenário de desaquecimento global que já se ensaiava antes de setembro daquele ano. A aposta no “descolamento” ganhou força a partir de 2007, e a razão principal foi o desempenho econômico excepcional e simultâneo, nos últimos anos, dos principais emergentes, como aqueles englobados pela sigla BRIC — Brasil, Rússia, Índia e China.

No caso do Brasil, um mergulho nos agregados macroeconômicos mostra que o País resistiu bem à crise global, mas pagou um preço relativamente alto em termos de crescimento econômico em 2009. O PIB desacelerou de uma expansão robusta de 5,1% em 2008 (e 5,6%, em 2007), para um crescimento positivo próximo a zero, ou mesmo negativo, previsto para 2009 (O Banco Central do Brasil estimou no **Relatório de Inflação** de dezembro de 2009 uma perspectiva de crescimento do PIB de 0,2%). O resultado do indicador do PIB trimestral dessazonalizado em -3,4%; -1,0%; 1,9% e 1,3% no último trimestre de 2008, no primeiro, no segundo e no terceiro trimestre de 2009 respectivamente, na comparação com os trimestres imediatamente anteriores, dificulta a obtenção de um melhor desempenho para 2009. Há sinais, porém, de que o pior momento ficou para trás. Pois, como verificado acima, a partir do segundo trimestre, o PIB passou a registrar taxas de crescimento positivas. Essa trajetória refletiu a flexibilização da política monetária e os incentivos fiscais direcionados a segmentos importantes na cadeia produtiva.

A julgar pelos indicadores do nível de atividade expostos acima, pode-se dizer que a economia brasileira

está experimentando um processo de recuperação. A vida dos agentes econômicos, porém, tornou-se mais complicada, porque raramente foi tão difícil prever com um nível mínimo de precisão o que vai acontecer com o PIB em 2010. E, dada a dificuldade de se projetar o ritmo da atividade econômica, torna-se igualmente complicado antever o comportamento da inflação no delicado momento político-eleitoral do corrente ano.

Este texto procura responder, em um primeiro momento, se houve ou não o descolamento da economia brasileira em relação aos países ricos face à crise financeira global e se a recuperação, atualmente experimentada pela economia brasileira vis-à-vis países desenvolvidos, tende a caracterizar um novo descolamento. Após, verifica-se a leitura do atual momento da conjuntura econômica fundamenta uma possível retomada do crescimento econômico brasileiro e, por último, se essa situação pode trazer complicações para o Banco Central em termos de controle da inflação dentro do atual regime de metas.

1 O “descolamento da economia brasileira”

As semanas decorridas imediatamente após o colapso do Lehman deram início a um curto-circuito nos fluxos de crédito mundial que afetou indistintamente todas as economias envolvidas pela globalização. O choque não poupou, evidentemente, as economias emergentes. Para ficar apenas nos países BRIC, a diferença entre a taxa do crescimento realizada em 2007, ano de pico de crescimento, e a projetada pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) para o ano de 2009 é significativa. Brasil, Rússia, Índia e China, segundo esse critério, devem desacelerar, respectivamente, de 7,7% para 1,3% negativo, de 8,1% para 6% negativos, de 9,3% para 4,5%

* E-mail: moreira@fee.tche.br

e de 13% para 6,5%. Foram números como esses que decretaram, na visão de muitos, o fim da ideia de que as principais economias emergentes poderiam atravessar a grande crise atual em melhor forma do que os países desenvolvidos. No entanto, como se verá adiante, é provável que a tese do “descolamento” ainda faça sentido.

Para fundamentar a afirmação anterior, o primeiro passo é verificar a consistência da hipótese de que havia algum tipo de descolamento antes do colapso do Lehman. Na verdade, há diversos indícios de que o *boom* global da última década foi puxado em grande parte pelos países emergentes, uma força motriz que se manteve mesmo quando o mundo desenvolvido já desacelerava em função dos seus desequilíbrios.

Em 2007, a participação no consumo mundial de petróleo deu-se da seguinte forma: a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) — que inclui todas as principais nações ricas, e algumas poucas emergentes — foi responsável por 56,8%; os países que compunham a antiga União Soviética responderam por 4,7%; e o resto do mundo (em que pesam basicamente os principais emergentes) entrou com 38,5%. Quem olha para esses números, e para a fatia ainda majoritária da OCDE, pode defender a visão tradicional de que, em que pese a já substancial participação dos emergentes, a economia global continua a ser movida pelo mundo rico.

O importante, entretanto, é saber quais são as tendências de crescimento (na margem). Se for tomado como base o ano de 2000, os emergentes foram responsáveis por 85% do aumento do consumo mundial de petróleo até 2007, enquanto a OCDE contribuiu com apenas 12%. Mesmo levando-se em conta que muitos países ricos procuraram tornar mais limpa a sua matriz energética — a União Europeia foi responsável por somente 2% do aumento de consumo no período —, esses dados sugerem que o dinamismo do crescimento mundial escorreu para os países em desenvolvimento. Evidentemente, a parte mais pulsante do mundo emergente é a área da Ásia e Pacífico, responsável por 50% do aumento global de consumo de petróleo de 2000 a 2007, com a China sozinha sendo responsável por espantosos 37% daquela ampliação.

Quando se toma diretamente a medida do crescimento do comércio global no período 2000-07, a OCDE foi responsável por 56% do total. No entanto, esse número está inflado pelo vigoroso aumento do comércio interno da União Europeia, que representou 26% do crescimento do comércio mundial no período. A contribuição individual da China foi de 13% e a dos Estados Unidos, de 5%. Quando se avalia o crescimento

do PIB, a OCDE respondeu por 47%. Ou seja, tem-se um mundo muito diferente daquele que vigorava em décadas passadas, em que aproximadamente 80% do produto ou do comércio dependia dos países desenvolvidos.

A OCDE entrou em desaceleração depois de atingir um crescimento anualizado de 3,3% no terceiro trimestre de 2008, comparado com o mesmo trimestre do ano anterior. A taxa de crescimento do PIB dos países do grupo caiu gradativamente e, no terceiro trimestre de 2008, havia se reduzido a 1,8%, tomando como base de comparação o terceiro trimestre de 2007. Fica muito claro, portanto, que a desaceleração do mundo rico antecedeu o terrível quarto trimestre de 2008.

A trajetória dos principais países emergentes, porém, é diferente. No caso brasileiro, por exemplo, o crescimento atingiu seu pico de 6,9% exatamente no terceiro trimestre de 2008, quando comparado a igual período de 2007. A China, por sua vez, teve seu momento de maior crescimento ao longo de 2007, com pouco mais de 11,5% — no terceiro trimestre de 2008, ainda cresceu 9% em relação ao mesmo trimestre do ano anterior. Já a Índia, com um pico de 9,0% ao longo de 2005-07, ainda crescia a um ritmo de 7,6% ao se comparado o terceiro trimestre de 2008 com o terceiro trimestre do ano anterior. A Rússia, finalmente, passou de uma velocidade máxima de 8,5% no primeiro trimestre para 6,2% no terceiro trimestre de 2008, quando comparado com igual trimestre de 2007.

Esses dados deixam evidente que a maioria dessas economias emergentes não estava passando por uma freada tão pronunciada como a da OCDE no período imediatamente anterior ao grande desastre do final de 2008. De alguma forma, elas demonstravam resistência — embora não invulnerabilidade — ao empuxo negativo dos países ricos, seja pela capacidade de ativar paulatinamente as próprias demandas domésticas, seja pela expansão do comércio Sul-Sul. Em particular, a desaceleração dos países em desenvolvimento era consequência da política monetária ativa para combater o surto inflacionário. Essa situação contrastava fortemente com a frouxidão monetária dos EUA. Não parece haver dúvida, portanto, de que havia um descolamento relativo do mundo emergente em relação aos países ricos no período pré-Lehman.

Outro fato indubitável é que os países em desenvolvimento não mantiveram o “descolamento” no período quase catastrófico iniciado na segunda quinzena de setembro. Comparando o quarto trimestre de 2008 com o mesmo trimestre de 2007, o Brasil cresceu 0,8%; a China, 6,8%; a Rússia, 1,1%; e a Índia, 5,3%. Todas

essas taxas são bem inferiores às observadas um trimestre antes. A grande questão, portanto, é a de saber se, passado o momento mais agudo da turbulência, os países emergentes retornarão ao padrão anterior, de relativo descolamento, ou se, após o choque do final do ano passado, seguirão mais amarrados ao desempenho da OCDE.

É cedo para dar uma resposta definitiva a essa indagação, mas existem indícios de que a proposição do “descolamento”, pelo menos no que tange à economia brasileira, é defensável. Devemos, mais do que olhar os indicadores de atividade e emprego, que têm ciclos mais longos, estar atento ao que está acontecendo com o comércio exterior, que foi um dos canais de transmissão importante da crise.

À época do estouro da crise financeira internacional, com a concordata do Lehman, a dúvida era se a Ásia conseguiria se erguer pelas próprias pernas — isto é, a partir do estímulo da sua própria demanda interna, já que a crise americana e dos países ricos, por ser estrutural, seria longa e não se poderia contar, pelo menos por um bom período, com a demanda externa pujante dos tempos pré-crise. O sucesso ou não do gigantesco pacote de estímulo fiscal lançado pela China, nesse sentido, foi talvez um dos dados mais cruciais para se avaliar a dinâmica global, após se ter vencido o momento mais dramático da turbulência. O que os números do comércio exterior brasileiro e os próprios indicadores chineses parecem sugerir é que, de fato, a Ásia está voltando a respirar.

Se isso é verdade, esse sopro de vida deve paulatinamente insuflar a atividade econômica também nos grandes fornecedores de matérias-primas e básicos para os asiáticos, como o Brasil e outros países da América Latina. E haverá a vantagem extra de que o tecido econômico latino-americano não foi devastado pela contaminação da bolha dos países ricos, como no caso da Europa Oriental. Em outras palavras, a volta da demanda por *commodities* vai encontrar países produtores com governos, empresas e famílias com níveis aceitáveis de endividamento.

Todo esse quadro sugere que a América Latina, como o Brasil, tem chances de sair desta recessão, mas não se deve esperar uma forte retomada na taxa de crescimento. Esse fato, por sua vez, indica que os principais clientes dos produtos brasileiros industrializados, que são justamente a América Latina e o Caribe, voltarão às compras em momento não tão distante do futuro. Com o Brasil isso, poderá voltar a resultados mais animadores em sua pauta exportadora de manufaturados e semimanufaturados. É óbvio que, quando isso ocorrer, o País sofrerá novamente, e de

forma crescente, a concorrência chinesa nos industrializados — mas esse é um desafio estrutural de longo prazo, que não está diretamente ligado à questão cíclica da retomada após a crise.

No caso específico do Brasil, há ainda uma última leitura da história econômica recente, que também é alentadora. Em meados de 2008, no pico do preço das *commodities*, os termos de troca do País haviam aumentado não mais do que 10% em relação à média que prevaleceu desde o início de 2006. Esse fato reforça a ideia de que a pauta de exportação e importação tem uma diversificação tal que não deixa o País vulnerável a mudanças drásticas nos preços relativos. Desse modo, diferentemente, por exemplo, de países como o Chile — fortemente dependente do preço do cobre — e a Venezuela — refém do preço do petróleo —, a economia brasileira não está à mercê da cotação de preço de nenhum produto ou serviço específico.

2 A retomada do crescimento

O dado divulgado pelo IBGE a respeito do PIB do 3º trimestre de 2009 foi um pouco desalentador. Apesar da expansão esperada de 2% em relação ao trimestre anterior, foi observada uma expansão de apenas 1,3% (dados dessazonalizados). Dessa forma, as previsões a respeito do comportamento do PIB para o ano de 2009 da maioria dos agentes responsáveis por projetar tendências (consultorias e bancos) foram revistas para baixo. Para o último trimestre do ano, entretanto, as perspectivas foram de que ocorresse nova aceleração do crescimento, considerada a comparação com o trimestre anterior, movimento associado ao reequilíbrio dos estoques, que se reduziram por quatro trimestres consecutivos, à continuidade do crescimento do emprego e da renda e aos efeitos defasados da flexibilização das políticas monetária, fiscal e creditícia.

Enfim, mais do que o resultado de 2009, é interessante avaliar o rigor da recuperação já iniciada. A crise mundial afetou o Brasil de forma muito peculiar, em que os impactos se concentraram, sob a ótica da oferta, na indústria, e da demanda, na exportação e nos investimentos. A boa notícia é que o setor serviços manteve um ritmo até certo ponto surpreendente, acima do esperado. Em termos dessazonalizados, os serviços tiveram uma ligeira queda de 0,5% no último trimestre de 2008 e cresceram 0,6%; 1,2%; e 1,6% nos três primeiros trimestres de 2009 (para o último trimestre do ano, o

IBGE estimou uma variação acumulada no ano de 2,8%). A agropecuária, no mesmo período, apresentou uma trajetória de queda, 2,0%; 1,4%; 0,1% e 2,5% respectivamente (a variação acumulada no ano foi projetada pelo IBGE em -4,3%). Já a indústria, embora tenha tido uma queda de 8,0% e 3,2% no quarto trimestre de 2008 e primeiro trimestre de 2009, no segundo e terceiro trimestre de 2009, apresentou um crescimento de 2,1% e 2,9% respectivamente (a previsão do IBGE é que, no acumulado do ano, fique em -5,0%). A força da recuperação da economia brasileira depende, portanto, tanto da perspectiva da retoma da demanda externa, que tem forte impacto na indústria, quanto da continuidade da resistência demonstrada pelo consumo interno.

Essas duas situações estão sendo monitoradas de perto pelo Bacen, que avalia que, mantido o atual ritmo de produção, o nível de utilização da capacidade instalada da indústria atingirá 86,5% em maio de 2010, perto, portanto, de bater o recorde registrado em junho de 2008, que foi de 86,7% três meses antes da fase aguda da crise mundial. Isso mostra que a economia brasileira está próxima de se recuperar inteiramente dos efeitos da crise financeira internacional.

Nesse cenário, a condução da política monetária deverá passar a considerar não apenas as perspectivas de retomada efetiva dos investimentos na capacidade produtiva da indústria e os prazos de maturação dessas inversões, quanto os efeitos defasados dos estímulos de política econômica adotados no período recente. Isto é, para o Bacen, a forte redução da taxa básica de juros (Selic) ao longo de 2009 — de 13,75% para 8,75% ao ano — ainda produzirá efeitos positivos sobre a demanda.

Dadas as circunstâncias acima arroladas, fica imperativo analisar mais detidamente alguns itens da composição do PIB do 3º trimestre de 2009, onde é possível constatar-se alguns fatos interessantes, a saber:

- a) o aumento do investimento foi o principal fator que impulsionou o crescimento da economia no terceiro trimestre do ano. Após um período de nove meses — entre o último trimestre de 2008 e o segundo trimestre de 2009 —, em que o PIB brasileiro foi sustentado pelo aumento da demanda doméstica, no período entre julho e setembro, foi a recuperação do investimento que permitiu a continuidade da expansão. O investimento cresceu a uma taxa mais de três vezes superior à taxa de crescimento do consumo das famílias (6,5% do investimento contra 2% do consumo das famílias), sinalizando uma retomada dos planos de investimento dos empresários;
- b) os gastos de consumo do Governo, após uma forte aceleração no primeiro trimestre de 2009, quando cresceram a uma taxa de 4,2% em relação ao trimestre anterior, apresentaram uma forte desaceleração nos trimestres seguintes, tendo tido uma variação de 0,1% no segundo trimestre e 0,5% no terceiro trimestre;
- c) as exportações apresentaram uma expressiva desaceleração entre o segundo e o terceiro trimestre de 2009, passando de uma expansão de 7,1% no segundo trimestre para apenas 0,5% no terceiro trimestre.

A aceleração dos gastos de investimento é, sem sombra de dúvida, uma boa notícia. Ao contrário do alardeado por alguns economistas, a retomada do crescimento da economia brasileira — após o tomo observado no último trimestre de 2008 e no primeiro trimestre de 2009 — não continua baseada na expansão dos gastos de consumo (privado e do Governo), mas já está se apoiando na retomada dos projetos de investimento, suspensos durante a crise econômica. Isso significa que a capacidade de produção da economia brasileira está retomando a sua trajetória de crescimento, o que sinaliza um adiamento do ajuste da política monetária. Entretanto, ao aproximar-se o final do ano, vários economistas passaram a sugerir a necessidade de um aumento da taxa de juros básica já no primeiro trimestre de 2010. Para eles, a economia brasileira já estaria apresentando uma taxa robusta de crescimento, superior ao permitido pela expansão do produto potencial, o que estaria levando a uma rápida redução do “hiato do produto” e, portanto, forçando a autoridade monetária a elevar a taxa de juros preventivamente, já no início de 2010, para garantir o cumprimento das metas de inflação.

A respeito do PIB potencial, muitos não digerem o seu conceito, que é acusado de ser uma construção abstrata para justificar a impossibilidade de reduzir a taxa de juros. Mas a retórica ardente não elimina restrições objetivas e, a médio e longo prazos, o País não pode crescer mais do que é permitido pela acumulação de capital, pela absorção de mão de obra e pela produtividade total dos fatores. As estimativas recentes mostram que, atualmente, o PIB potencial vem crescendo em torno de 4,0% ao ano, uma taxa inferior a todas as projeções de crescimento em 2010, que variam entre 5,0% e 6,0% ao ano. Mostra, também, que, mesmo diante de uma aceleração da taxa de investimentos, levando-a próximo dos níveis ocorridos ao final de 2008, o PIB potencial atingiria um crescimento em torno de 4,5%. A existência de uma margem ainda ampla de capacidade ociosa permite que isso ocorra por algum tempo. Para evitar a inflação, isso não pode ocorrer para sempre.

Por sua vez, os dados divulgados pelo IBGE mostram não só que a economia brasileira não está crescendo tanto quanto muitos economistas acreditavam, como ainda, e mais importante, a aceleração dos gastos de investimento sinaliza um aumento da taxa de crescimento do produto potencial. Sendo assim, o hiato do produto deverá apresentar uma redução muito menos expressiva do que o imaginado por eles, o que irá adiar a inevitável elevação da taxa de juros para o segundo semestre de 2010.

O segundo ponto a ser ressaltado é que, ao contrário do afirmado por alguns economistas, não está em curso uma “farra fiscal”. O primeiro trimestre de 2009 concentrou um crescimento grande dos gastos de consumo do Governo pelo fato de que a maioria dos reajustes do funcionalismo público foi concedida entre janeiro e março de 2009. No entanto, os trimestres seguintes mostraram variações de -0,1% e 0,5% para esses gastos. Isso significa que os gastos do Governo deverão fechar o ano de 2009 com uma expansão de 5% em relação ao ano de 2008. Como o PIB deverá apresentar uma contração de -0,5%, a participação do consumo do Governo no PIB deverá aumentar nesse ano. No entanto, uma expansão constante de 5% para os gastos de consumo do Governo é compatível com a estabilidade de longo prazo da relação consumo do Governo/PIB, supondo um crescimento do produto potencial da ordem de 5% ao ano. Não há dúvida de que a gestão da política macroeconômica e o crescimento de longo prazo seriam beneficiados com uma redução (moderada) da relação consumo do Governo/PIB; mas os números apresentados até o momento não sinalizam um descalabro fiscal.

O último ponto a ser enfatizado refere-se ao comportamento das exportações. Dos componentes da demanda por bens domésticos, as exportações foram o que apresentaram a maior desaceleração. Esse fato é um indício forte de que a apreciação da taxa real de câmbio está cobrando o seu preço no que se refere à velocidade de recuperação da economia brasileira. Com efeito, se, no segundo trimestre de 2009, as exportações cresceram a uma taxa quase 80% superior às importações, no terceiro trimestre de 2009, as exportações cresceram a um ritmo inferior a 30% da taxa de crescimento das importações. Se as exportações tivessem apresentado um comportamento similar ao observado no segundo trimestre de 2009, o PIB trimestral teria tido um comportamento bem melhor. O comportamento das exportações é um sinal claro de alerta a respeito da sustentabilidade do ciclo atual de retomada de crescimento da economia brasileira. De fato, o atual ciclo de crescimento só será sustentável se for

acompanhado por uma retomada consistente e duradoura dos gastos com investimento. A boa notícia é que o atual ciclo de crescimento da economia brasileira tem início num contexto em que o custo do capital se encontra no seu nível mais baixo há décadas, e a capacidade ociosa ainda existente na economia brasileira sinaliza a manutenção desse cenário por um longo período. No entanto, uma parte considerável do investimento é feito pela indústria e com vistas à exportação. Nas condições atuais de câmbio sobrevalorizado, as exportações brasileiras perdem competitividade e, por conseguinte, o investimento com vistas à exportação deixa de ser rentável. Dessa forma, será de pouca serventia um baixo custo do capital se a rentabilidade dos novos projetos de investimento for afetada negativamente pelo câmbio apreciado. É chegado o momento de o Governo discutir seriamente uma nova política cambial para o País.

3 O risco de pressão inflacionária

A economia brasileira, pelo que se expôs até aqui, experimentou um processo de recuperação lento em 2009. Para os agentes econômicos, contudo, face à atual conjuntura de incerteza em relação à continuidade do ritmo de crescimento, tornou-se mais complicado prever, com um nível mínimo de precisão, o que vai acontecer com o PIB em 2010. E, dada a dificuldade de se projetar o ritmo da atividade econômica, torna-se igualmente difícil antever o comportamento da inflação no delicado momento político-eleitoral de 2010.

É certo que o Brasil vai se expandir a um bom ritmo em 2010 (o IBGE estimou, em seu último relatório de inflação, um crescimento anual do PIB de 5,8%), mas o resultado final do crescimento em 2010 pode variar numa faixa bastante ampla, de 4,5% a 7%. Essa ampla margem justifica-se pelo fato de que o País sai dessa crise navegando em águas totalmente novas, por várias razões. Em primeiro lugar, a própria natureza da turbulência que afetou a economia global a partir da quebra do Lehman Brothers, em setembro de 2008, não tem nada em comum com as outras experiências de desaceleração mundial. Além disso, o Brasil, ao contrário de todas as crises enfrentadas desde pelo menos o *default* da dívida externa no início dos anos de 1980, dessa vez utilizou com sucesso instrumentos anticíclicos, tanto monetários quanto fiscais. O efeito dessas políticas, e da calibragem a elas dada pelo Governo, é quase impossível de se prever, já que não há experiências anteriores da sua utilização.

Por conta disso, mesmo sendo um cenário muito positivo, o crescimento de 7% não é, de forma alguma, inconcebível. Trata-se, fazendo uso do jargão de mercado do momento, de uma recuperação em “V”, na qual a intensidade da retomada é equivalente à da contração ocorrida na virada de 2008 para a de 2009.

Dois fatores importantes que vão ajudar a condicionar a velocidade da economia em 2010 são a retomada das exportações de produtos industrializados e dos investimentos. No primeiro caso, como o destino preferencial das exportações brasileiras de manufaturas é a América do Sul, fica-se na dependência de que a China “religie” a economia do subcontinente — isto é, que a demanda chinesa por commodities de parceiros sul-americanos do Brasil dê um impulso à renda e à demanda desses países, de tal forma que eles voltem a comprar em maior escala os produtos industriais brasileiros. Porém, ao lado dessa oportunidade, existe o risco de que aumente a competição sofrida pelos produtos nacionais, com a expansão das importações de manufaturados chineses por parte de parceiros comerciais brasileiros na América Latina.

O investimento, por sua vez, tem uma causalidade mais complexa ligada à confiança das empresas, os assim chamados *animal spirits* empresariais. Essa é uma variável sempre difícil de prever e que tem oscilações muito drásticas. De qualquer forma, o aquecimento do mercado de capitais, na esteira da percepção de que o Brasil foi um dos emergentes que está saindo mais rápido e melhor da crise, é alvissareiro. Ele indica que a confiança dos homens de negócio no País pode estar voltando rapidamente, movimento que tende a ser reforçado com o novo *status* de grau de investimento conferido pela agência de risco Moody's.

Com efeito, por mais que se reprima o otimismo, dificilmente seria justificável qualquer previsão de crescimento em 2010 que seja inferior a 4,5%. Um crescimento dessa ordem, dado o histórico do País na última década, é um número conservador, ainda por cima ocorrendo na esteira de uma recessão, o que amplifica o efeito da retomada. Do ponto de vista do Bacen, o intervalo de projeções do PIB seria certamente um parâmetro incômodo com o qual trabalhar. A razão é que um crescimento próximo a 4,5% significaria a manutenção do hiato do produto nos níveis atuais por um longo período, que tomaria a maior parte de 2010 e talvez chegasse a 2011. Se esse fosse o caso, não haveria razões para o Bacen se sentir atormentado pelo fantasma da pressão inflacionária, e, por conseguinte, poderia manter a taxa Selic em 8,75% ao ano, por muito tempo. O Banco

Central tampouco teria que se preocupar com o *timing* para a retirada dos estímulos fiscais contracíclicos.

Tudo muda, entretanto, se o crescimento em 2010 apontar para taxa próxima a 7%. Nesse caso, não há dúvida de que a capacidade de produção da economia será pressionada ainda no decorrer de 2010, e o Bacen enfrentará a situação desconfortável de ter que puxar o freio da política monetária em plena campanha eleitoral. Tal cenário torna-se mais verossímil quando se avaliam os poderosos estímulos à demanda criados pelo Governo, e cuja gestão futura pode não estar imune à equação político-eleitoral de 2010.

Quando se analisa, todavia, o nível de utilização da capacidade instalada da indústria (NUCI elaborado pelo IBRE-FGV), as perspectivas de pressão inflacionária ainda não são evidentes. Depois de cair para 77,6% em fevereiro de 2009, no auge da crise, o NUCI já se recuperou para 82,9% em novembro, ainda bem abaixo do pico recente de 86,7% de junho de 2008, e inferior à média histórica, após 2003, de 83%. É preciso, porém, certa cautela na análise desse dado. Em primeiro lugar, como se sabe, essa foi uma crise basicamente industrial. Além disso, quando se analisa o NUCI das diversas categorias industriais, nota-se que a “folga” está distribuída de forma desigual e que, em algumas das principais indústrias, a reocupação se processa em ritmo acelerado nos últimos meses. Nos bens intermediários, por exemplo, importantes para se aferir a pressão inflacionária disseminada no uso dos insumos industriais, caiu-se de um pico de NUCI de 87,9% em junho de 2008 para um piso de 77,1% em fevereiro de 2009. Em setembro de 2009 porém, o indicador já havia retornado para 83,1% e, em novembro, ficou em 82,9%. O nível ainda está abaixo da média pós-real de 86%, mas o ritmo de reocupação recente, se mantido, aponta para pressões num prazo não muito distante no futuro.

Nos bens de consumo e nos materiais de construção — dois setores influenciados pelas medidas contracíclicas do governo —, o NUCI registrou em novembro, respectivamente, 86,5% e 88,5%, não ficando muito distante dos picos pré-crise de 91,7% e de 91,3%. Mesmo nos bens de capital, o segmento industrial mais afetado pela crise, na esteira do colapso do investimento, a recuperação dá sinais de aceleração. Depois de alcançar um pico de 89,1% em julho de 2008, o NUCI dos bens de capital despencou para 73,1% em fevereiro de 2009, nível em torno do qual ficou praticamente estabilizado até julho. Em agosto, porém, o NUCI do segmento deu um salto para 76,7%, acomodando-se a seguir, em novembro, em 77,9%.

4 Considerações finais

Apesar de ter sido fortemente atingido pelo choque global no último trimestre de 2008, que cobrará um elevado preço em termos de crescimento em 2009, o Brasil não foi fundamentalmente desestabilizado no arcabouço econômico que esteve por trás do desempenho muito positivo a partir de 2004. Há indicações, portanto, de que é possível, no caso brasileiro, sair da crise mais rapidamente do que os países ricos. O descolamento pode estar iniciando o seu segundo capítulo.

Em relação à retomada do crescimento econômico, a evolução recente dos indicadores macroeconômicos, além de ratificarem essa perspectiva, sugerem o início de novo ciclo de crescimento no País. Esse movimento evidencia, em grande parte, a eficácia das medidas adotadas no período posterior à intensificação da crise internacional, com ênfase no impacto, sobre a consolidação do mercado interno como fator determinante para a recuperação mencionada, da flexibilização da política monetária e da desoneração tributária sobre importantes produtos da cadeia produtiva.

Quanto ao risco de uma possível pressão sobre a taxa de inflação, que poderia ser gerada por essa recuperação, um fator de tranquilidade para a autoridade monetária, em termos das perspectivas inflacionárias, é a demanda externa, que parece trilhar um caminho de retomada moderada e gradual. O comércio internacional ainda está sob o efeito do freio exercido pela recuperação lenta e penosa das economias desenvolvidas e de parte das emergentes (no Leste Europeu, por exemplo), que saem da turbulência muito mais combalidas do que a América do Sul e o Leste Asiático. Assim, o mundo pode prover ao Brasil, pelo canal de suas exportações, um pouco da “frouxidão” de demanda que parece estar sumindo rapidamente no mercado interno. Se esse não é um fator positivo pelo lado do crescimento, ele pode pelo menos representar um contrapeso à inflação.

Em 2010, provavelmente, em sucessivas reuniões do Comitê de Política Monetária (Copom), o Banco Central terá diante de si, no mínimo, todas as interrogações abordadas aqui. Lidando com intervalos muito amplos de projeções macroeconômicas, que abrigam cenários que podem ou não incluir riscos inflacionários relevantes, a equipe do Bacen terá ainda de trabalhar com hipóteses sobre como o mundo sairá de uma crise absolutamente ímpar em termos da história econômica documentada. O calor político da temporada eleitoral e as dúvidas sobre a permanência do atual presidente do Bacen certamente não ajudarão a tornar a

tarefa à frente mais fácil. Com efeito, mesmo com a possibilidade (mas não a certeza) de que 2010 será um ano de economia espetacularmente aquecida, ainda não se pode garantir que as pressões inflacionárias em breve estarão de volta. Mas também já não é possível, por outro lado, ignorar esse risco.

Referências

BANCO CENTRAL DO BRASIL — BACEN. Comitê de Política Monetária. **Ata da Reunião 147 do COPOM**. Brasília, D. F.: Bacen, 9 dez. 2009. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?COIMPOM>>. Acesso em: 15 dez. 2009.

BANCO CENTRAL DO BRASIL — BACEN. Nota para a imprensa. **Política monetária e operações de crédito do SFN**. Brasília: Bacen, 28 nov. 2009. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?COIMPOM>>.

BANCO CENTRAL DO BRASIL — BACEN. **Relatório de inflação**. Brasília: BACEN, dez. 2009. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em: 28 dez. 2009.

CARTA DE CONJUNTURA. Brasília: IPEA, set. 2009. Disponível em: <<http://www.ipea.gov.br>>. Acesso em: dez. 2009.

