

## Reduzir gastos públicos é a melhor opção para limitar pressão sobre preços

- A demanda no Brasil cresce à maior taxa em doze anos. Parte substancial desse crescimento deve-se aos gastos do governo, que aumentam em proporção superior ao PIB.
- À expansão dos gastos públicos, somam-se o aumento da renda e do crédito, que intensificam o crescimento do consumo das famílias e do investimento.
- Nesse cenário de expansão da demanda, crescem as apostas de que o Banco Central promoverá aumento dos juros, como forma de limitar pressões sobre os preços.
- A CNI recomenda outro caminho para conter a demanda: a adoção de uma política fiscal contracionista.

### Aperto monetário levará à redução dos investimentos, antes de acarretar redução do consumo das famílias

Impulsionada pela expansão da renda domiciliar e pela ampliação do crédito, a demanda no Brasil cresce a um ritmo superior a 7% ao ano desde o terceiro trimestre de 2007. Trata-se da maior taxa de expansão em doze anos. O consumo das famílias emerge como o principal fator de dinamismo da demanda no Brasil. No quarto trimestre de 2007, por exemplo, o consumo das famílias explicou 70% do crescimento da demanda interna, frente ao mesmo período do ano anterior.

Em 2008, há sinais claros de continuidade no crescimento do consumo. A massa real de salários pagos pela indústria expandiu-se 7,2% no primeiro bimestre, frente ao mesmo período de 2007. O Orçamento da União em 2008 prevê ampliação de 30% nos desembolsos para programas de transferência de renda, como o Bolsa-Família e o Pró-Jovem. O crédito permanece em expansão, beneficiado não apenas por juros reais mais baixos – ainda que extremamente altos para o padrão internacional – mas também pela dilatação dos prazos de financiamento.

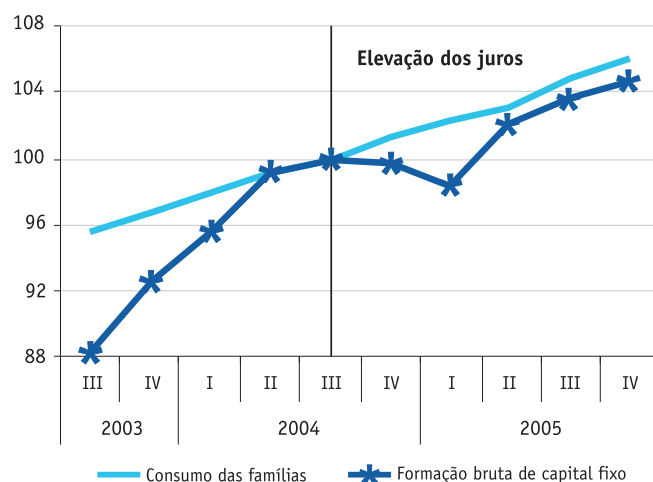
Nesse cenário de expansão da demanda, crescem as apostas de que o Banco Central promoverá a elevação da taxa de juros, de forma a conter o consumo e limitar pressões sobre os preços. No entanto, uma política monetária restritiva nesse momento poderá – mais do que conter o consumo – limitar os investimentos. Pelo menos, foi o que ocorreu em 2004.

Em setembro daquele ano, iniciou-se um período marcado por elevações na taxa de juros, como forma de conter a demanda e reduzir a pressão sobre os preços. Ao aumento de 0,25 p.p. na taxa de juros em setembro, seguiram-se seis outros aumentos mensais de 0,50 p.p..

### Consumo das famílias e formação bruta de capital fixo

Dados dessazonalizados: 3º trimestre de 2004 = 100

Em 2004, a política monetária restritiva teve impacto relevante sobre a contenção dos investimentos, mas foi pouco ativa para restringir o consumo das famílias



Fonte: Contas Nacionais/IBGE  
Elaboração: CNI

Essa política monetária restritiva afetou o consumo e os investimentos com defasagem e intensidade diferentes (Contas Nacionais/IBGE). O impacto da elevação dos juros sobre os investimentos foi imediato. A formação bruta de capital fixo recuou 0,2% no quarto trimestre de 2004 e, adicionalmente, caiu 1,4% no primeiro trimestre de 2005 (variações dessazonalizadas ante o trimestre anterior). Essas quedas contrastaram com a forte expansão registrada nos quatro trimestres precedentes – em média, 3,1% ao trimestre (variações dessazonalizadas ante o trimestre anterior).

O impacto da elevação dos juros sobre a formação bruta de capital fixo foi imediato e intenso: o ritmo de expansão dos investimentos recuou de 13,4% ao ano (ritmo de expansão acumulado nos quatro trimestres que antecederam à elevação dos juros) para 3,9% (ritmo de expansão acumulada nos quatro primeiros trimestres após o início da elevação dos juros).

No entanto, o ritmo de expansão do consumo das famílias pouco se alterou com a restrição monetária. Os gastos familiares – que cresciam 1,1% por trimestre, na média dos quatro trimestres que antecederam ao início da elevação de juros – passaram a expandir 1,2% ao trimestre na média dos quatro trimestres que sucederam ao início da elevação dos juros.

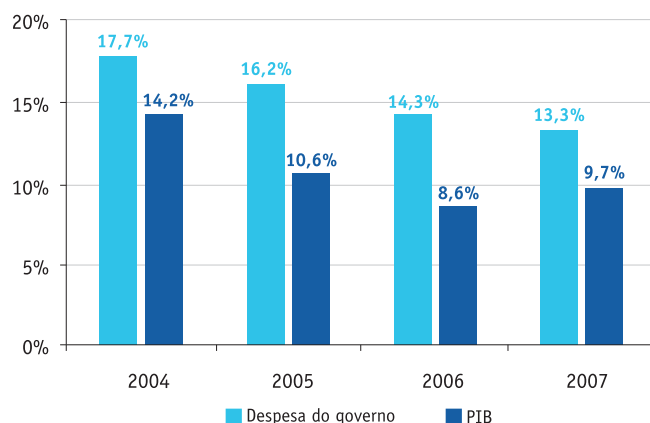
Ou seja, a demanda interna caiu em 2004, muito mais pelo recuo dos investimentos, do que pela redução do consumo das famílias. Esse foi o resultado obtido em 2004 e deve ser levado em consideração nesse atual momento, quando se aventa a possibilidade de uma nova rodada de elevação nos juros.

A elevação dos juros não é, todavia, a única opção para conter a demanda interna. Os gastos do governo podem – e devem – con-

## PIB e despesa total do governo central

Varição nominal anual (%)

**Política fiscal claramente expansionista: entre 2004 e 2007, a taxa de expansão das despesas do governo excedeu em 4,6 p.p., em média, a taxa de variação do PIB**



Fonte: Contas Nacionais/IBGE e STN/Ministério da Fazenda  
Elaboração: CNI

tribuir para reduzir a pressão sobre o consumo agregado (público e privado).

O caminho ideal seria que os gastos do governo reduzissem (crescessem menos que o PIB) em períodos de mais forte crescimento econômico, de forma a não adicionar pressão sobre a demanda e sobre os preços. A expansão dos gastos do governo seria bem vinda em períodos de menor atividade econômica, para impulsionar um novo período de crescimento.

Não é o que ocorre no Brasil. Os gastos crescem mais que do a média da economia, em períodos em que o consumo e a atividade econômica se intensificam. Desde 2004, os gastos do governo crescem mais do que o PIB. Nesse período, a variação dos gastos do governo foram, em média, 4,6 p.p. acima do PIB.

Não há sinais de reversão em 2008: no primeiro bimestre, as despesas do governo central já cresceram 15,1%, frente ao mesmo bimestre de 2007. Descontando-se a inflação acumulada no IPCA, que é de 4,6% no período, nota-se um crescimento de aproximadamente 10% das despesas públicas, em termos reais, o dobro da média de crescimento da economia.

A CNI recomenda, portanto, a restrição na política fiscal – e não na política monetária – como forma de conter a demanda agregada. A redução do gasto público arrefeceria a pressão sobre o consumo e sobre os preços, preservando os investimentos privados.

## Nível de utilização da capacidade instalada recua, mesmo com intensificação da atividade econômica

A expansão do uso da capacidade instalada (UCI) – e a consequente pressão sobre os custos de produção – é outra razão recorrentemente usada para justificar a elevação dos juros. Juros mais altos conteriam a demanda, reduzindo, por sua vez, a UCI e a pressão sobre os preços industriais. De fato, o nível de UCI cresceu mais de dois pontos percentuais nos últimos dois anos, acompanhando o aumento da atividade industrial. Mas, em primeiro lugar, os preços industriais cresceram menos que a média dos preços da economia em 2007, e em segundo lugar, a UCI não registra crescimento desde novembro de 2007.

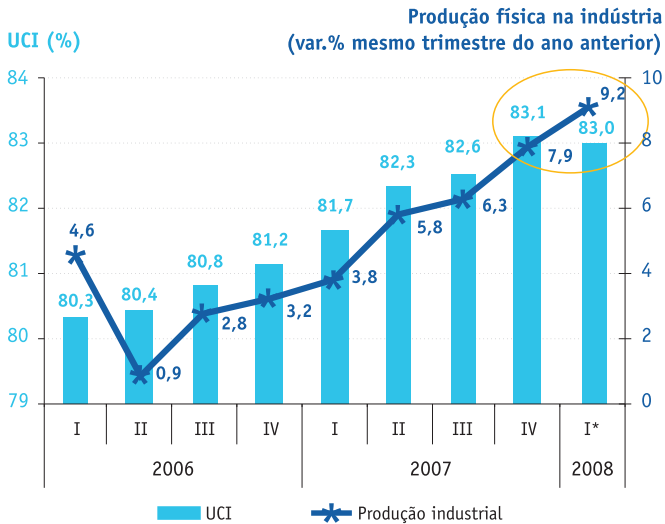
Neste primeiro bimestre de 2008, assiste-se à inflexão da trajetória de crescimento da UCI. Essa reversão de tendência destaca-se por ocorrer num momento em que, paradoxalmente, a atividade industrial se intensifica. A UCI moveu-se de 83,1% no quarto trimestre de 2007 para 83,0% na média dos primeiros dois meses de 2008. Nos mesmos períodos, a produção industrial registrou aceleração das taxas de crescimento: passando de 7,9% a.a. para 9,2% a.a..

Essa diferença nas trajetórias do ritmo da atividade econômica e da UCI é um fato novo e sinaliza ampliação do parque produtivo, a partir dos investimentos realizados entre 2006 e 2007. Mais do que isso, há indícios de que em 2008 a formação bruta de capital deve continuar a crescer a taxas de dois dígitos, o que deve promover

### Produção física na indústria e nível de utilização da capacidade instalada

Produção (variação % frente ao mesmo trimestre do ano anterior) e UCI dessazonalizada (%)

Efeito-investimento: UCI recua num momento em que a produção industrial se intensifica



\* 1º bimestre de 2008, frente ao mesmo período de 2007  
 Fonte: PIM-PF/IBGE e Indicadores Industriais/CNI - Elaboração: CNI

expansões adicionais significativas da capacidade instalada ao longo de todo este ano.

Os investimentos, historicamente, crescem quando o nível de utilização da capacidade instalada está alto. Em 2008, embora o indicador de UCI mostre-se em queda, o nível ainda é alto para os padrões recentes.

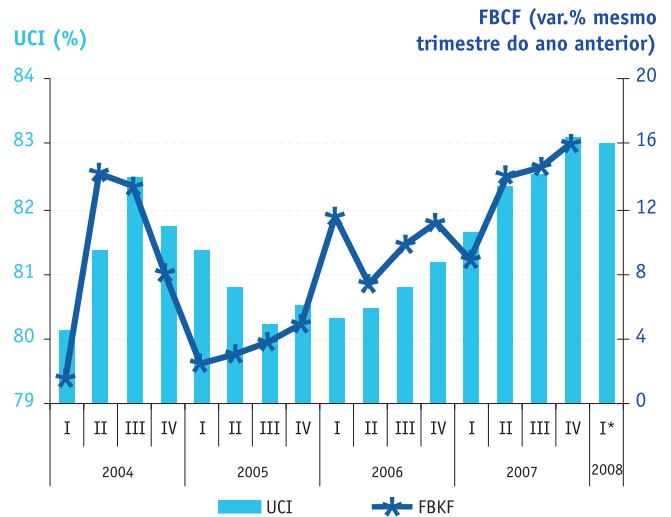
Ao relacionar as séries de utilização da capacidade instalada (dessazonalizada) e taxa de crescimento da formação bruta de capital fixo a partir de 2004, observamos uma forte associação positiva entre elas. Ou seja, mantidas as expectativas de demanda futura favoráveis, o empresário investe mais intensamente quando o nível de utilização da capacidade instalada sobe.

Quando a UCI está próxima de 80%, a formação bruta de capital cresce em torno de 4% ao ano. Ressalte-se que cada ponto percentual de expansão da UCI acarreta, em média, um aumento de 4 p.p. na taxa de crescimento anual da formação bruta de capital fixo. Como a UCI neste início de 2008 é próxima de 83%, estima-se crescimento em torno de 16% ao ano para a formação bruta de capital fixo no primeiro trimestre deste ano, mantendo, portanto, o padrão observado nos últimos oito trimestres, que é o de crescer mais do que o dobro da média da economia.

### Formação bruta de capital fixo e nível de utilização da capacidade instalada

Formação bruta de capital fixo (variação % frente ao mesmo trimestre do ano anterior) e UCI dessazonalizada (%)

Formação bruta de capital deve crescer à taxa de dois dígitos, enquanto o nível de utilização da capacidade instalada estiver acima de 82%



\* 1º bimestre de 2008, frente ao mesmo período de 2007  
 Fonte: PIM-PF/IBGE e Indicadores Industriais/CNI - Elaboração: CNI

### CONCLUSÃO

Não há sinais de restrição à produção que justifiquem aumento dos juros. Os investimentos crescem num ritmo que se mostra suficiente para permitir que a produção industrial se amplie sem gerar pressões sobre a utilização da capacidade instalada, restrições à oferta de produtos ou elevações de custos nas empresas.

Para manter a inflação sob controle, é necessário, todavia, um equilíbrio macroeconômico amplo. A permanência de uma política fiscal expansionista impõe à política monetária a ancoragem única da inflação, recaindo um pesado ônus sobre o setor privado – especialmente sobre os investidores –, o que limita o crescimento econômico.

A CNI recomenda a redução dos gastos públicos para evitar expansões adicionais sobre a demanda. As despesas do governo central crescem a um ritmo bastante superior ao PIB, num momento em que a atividade econômica se intensifica. A retirada desse fator de estímulo ao consumo serviria como forma de conter a demanda e restringir eventuais pressões de preços.