

Panorama Conjuntural

A partir de meados de março, diversos fatores passaram a atuar no sentido de reverter as expectativas mais negativas quanto ao desempenho da economia brasileira que prevaleciam desde a mudança do regime cambial. A perspectiva de um período prolongado de instabilidade e retração econômica após a desvalorização do câmbio, associada à necessidade de manter uma política monetária apertada para amortecer o seu efeito inflacionário, vem sendo gradualmente substituída pela percepção de que os dois principais problemas da política econômica até o final do ano passado — o desequilíbrio fiscal e o câmbio sobrevalorizado — começam a ser equacionados de modo a abrir espaço para uma retomada sustentada do crescimento.

A conclusão das negociações com o FMI constituiu-se num dos elementos fundamentais para a reversão das expectativas negativas. Em primeiro lugar, por permitir a utilização dos recursos obtidos junto ao Fundo e governos de países industrializados para estabilizar o mercado de câmbio.¹ Esta possibilidade, que abriu espaço para intervenções imediatas do Banco Central no mercado, foi crucial para reverter as expectativas com relação ao comportamento futuro da taxa de câmbio, as quais vinham sendo alimentadas pelo quadro de escassez de divisas derivado da concentração de vencimentos de bônus e empréstimos bancários nos primeiros cinco meses do ano. Assim, ao longo de março a taxa de câmbio acumulou uma valorização de cerca de 20%, tendo se estabilizado em abril num patamar ligeiramente inferior ao observado no final do mês anterior. Em abril, inclusive, o Banco Central viu-se na situação de ter de intervir na ponta compradora de modo a evitar uma apreciação ainda mais forte do câmbio, que chegou a registrar cotação de R\$ 1,65/US\$. Vale notar, contudo, que as intervenções do Banco Central têm se pautado mais pelo objetivo de reduzir a volatilidade excessiva das cotações do que pela meta de influenciar sua trajetória.

Com a conclusão das negociações com o FMI consolidou-se também a percepção de que o ajuste fiscal, que já vinha sendo implementado desde o final do ano passado, seria aprofundado de modo a contrabalançar os efeitos negativos da desvalorização sobre a dívida líquida do setor público. O efeito positivo sobre as expectativas, associado à definição de uma trajetória de queda para a relação dívida/PIB como consequência de superávits primários crescentes, privatizações e redução das taxas reais de juros, foi reforçado pelos resultados fiscais divulgados ao longo dos dois últimos meses. Se, por um lado, os dados apontam para um impacto significativo da desvalorização cambial sobre a dívida líquida do

1
No acordo assinado anteriormente, o piso de US\$ 20 bilhões estabelecido para as reservas líquidas ajustadas resultou efetivamente em redução do volume de reservas que o Banco Central poderia empregar para defender a moeda.

setor público (que passa de 42,6% do PIB ao final de 1998 para 52% do PIB em fevereiro de 1999), por outro revelam resultados primários extremamente positivos: para o setor público consolidado, o superávit do primeiro bimestre, medido pelo Banco Central, foi de 3,7% do PIB, ante virtual equilíbrio no mesmo período de 1998. Para o governo central (Tesouro, Banco Central e INSS — resultado acima da linha) o desempenho no primeiro trimestre do ano é ainda mais significativo, com o superávit primário passando, a preços de março de 1999, de R\$ 2,7 bilhões em 1998 para R\$ 7,3 bilhões este ano.

Tanto no contexto do acordo com o FMI e das metas fiscais ali definidas, quanto em termos do desempenho recente das contas públicas, existe a preocupação de identificar em que medida os ajustes promovidos são sustentáveis a médio prazo. No caso da expressiva melhora do resultado primário no primeiro trimestre do ano, a evidência é de que de fato teriam interferido alguns elementos do tipo "once and for all": pelo lado das receitas, a expressiva arrecadação de fevereiro teria se beneficiado do ingresso de recursos cujo pagamento vinha sendo contestado judicialmente, enquanto em março teria havido antecipação dos pagamentos de concessões associados à privatização da Telebrás; pelo lado do gasto, os pagamentos de salários teriam sido menores do que em igual período de 1998 por força de mudança nas datas de pagamento.

De um modo geral, contudo, percebe-se que ao longo do primeiro trimestre do ano foi colocada em vigor uma forte política de contenção do gasto público, cujo alcance só não é maior devido à conhecida rigidez que caracteriza parcela expressiva dos gastos relacionados a transferências constitucionais, salários e benefícios e encargos financeiros. O subconjunto dos gastos conhecido como "Outras Despesas de Custeio e Capital", experimentou uma redução nominal de 17,5% entre o primeiro trimestre de 1998 e o de 1999. Mesmo em relação aos estados — onde a ameaça de um confronto com o governo federal nos dois primeiros meses do ano contribuiu para acirrar as expectativas — começa a se observar um movimento importante no sentido de equacionar a médio prazo um dos principais elementos de desequilíbrio de suas finanças — a questão das aposentadorias dos funcionários públicos — através da criação dos fundos de previdência que seriam financiados, entre outras fontes, por um aumento das contribuições do pessoal ativo. Ao mesmo tempo, e ainda que ao custo de algumas concessões por parte do governo federal, continuam em vigor os acordos de renegociação de dívidas estaduais implementados ao longo dos últimos dois anos, o que implica continuidade da política de ajustamento por parte dessa esfera de governo.

O esforço fiscal, contudo, vem sendo parcialmente neutralizado pelo déficit do INSS, onde a receita mantém-se praticamente constante enquanto os benefícios previdenciários aumentaram 10,7%. Pelo lado das receitas fiscais, mesmo que se considere que ainda estaria por ocorrer um aumento significativo de arrecadação com a entrada em vigor da CPMF e das contribuições previdenciárias de ativos e inativos, eventualmente compensando o impacto transitório das receitas extraordinárias, existe o problema das contestações judiciais quanto a estas contribuições, além da própria questão da estrutura tributária, já que os aumentos de arrecadação, observados e previstos, têm se concentrado em impostos bastante distorcivos. Assim, ainda que as metas de superávit primário se mostrem factíveis, o ajuste no ano não deve ser tão "tranquilo" quanto os resultados do primeiro trimestre sugerem. Sua viabilidade no médio prazo, ademais, continua dependendo do avanço das reformas estruturais, em particular a tributária e a da Previdência.

Além do desempenho fiscal, outro elemento que atuou favoravelmente para uma reversão de expectativas foi a forte redução, relativamente a fevereiro, das taxas de inflação. A desaceleração dos aumentos de preços, tanto em nível de atacado quanto de consumidor, contribuiu para afastar a perspectiva de um movimento generalizado pela reindexação das rendas nos mercados de trabalho e financeiro. Assim, a mudança de preços relativos em favor dos bens tradeables vem se processando com um impacto relativamente pequeno sobre o nível geral de preços. Os resultados recentes mostram o índice da Fipe na 3ª

semana de abril com variação inferior à de março (0,37% e 0,56%, respectivamente), enquanto a perspectiva de desaceleração nos preços por atacado também é clara. Parte desse processo reflete fatores sazonais, já que ele pode ser explicado pelo recuo nos preços dos alimentos — que contam ainda com a ajuda de preços declinantes no mercado internacional. Além disso, diante do quadro de retração da demanda, o espaço para repasse da desvalorização cambial vem se mostrando bastante estreito e, apesar da desaceleração, os preços por atacado ainda acumulam variação bem maior dos que os preços ao consumidor. No entanto, parte desse comportamento pode também ser atribuído a mudanças de caráter mais microeconômico, e portanto mais estrutural, associadas ao período de estabilidade do real, que contribuiu para aumentar o conteúdo informativo dos preços relativamente ao período de alta inflação, elevando assim a concorrência no mercado doméstico.

A perspectiva de taxas de inflação inferiores às expectativas que se formaram logo após a devalorização tem implicações importantes sobre a condução da política monetária. No acordo com o FMI encontra-se implícita uma política monetária bastante apertada, que reduziria a taxa de crescimento anual da base monetária de 23% no início do ano para cerca de 9% em dezembro. A redução das taxas de juros, portanto, tenderia a ocorrer num quadro em que prevaleceria a redução na demanda por moeda — consequência da queda na atividade econômica —, já que a oferta estaria contida com o objetivo de segurar a inflação. A desaceleração desta última, contudo, vem abrindo espaço para uma redução mais rápida dos juros, o que deverá acelerar a recuperação do nível de atividade. A queda esperada dos juros vem sendo sinalizada de forma sistemática no mercado de títulos públicos, permitindo, inclusive, a colocação de papéis prefixados a taxas inferiores às taxas Selic correntes e com prazos que vêm sendo gradualmente alongados.

A reversão de expectativas acabou se traduzindo por uma retomada — ainda incipiente — dos fluxos de capital externo. Concentrados inicialmente nos recursos de curto prazo (os investimentos de portfolio registraram ingressos líquidos de US\$ 1,7 bilhão em março), que afluem em busca do diferencial de juros existente entre as taxas doméstica e externa, esses fluxos tendem a se deslocar progressivamente para captações de médio e longo prazos, especialmente após a recente colocação bem-sucedida de bônus soberanos pelo governo no mercado externo. Vale destacar, ainda, que a despeito de toda a instabilidade do primeiro bimestre, revertida apenas gradualmente ao longo de março, o fluxo de investimentos diretos manteve-se em patamar elevado, independentemente da antecipação de pagamento da Telebrás, ocorrida em fevereiro. A média mensal desses fluxos no primeiro trimestre foi de US\$ 2,6 bilhões, a qual se reduz para US\$ 1,3 bilhão/mês quando os recursos ingressados em função de privatizações são excluídos — 17,7% a mais do que no primeiro trimestre do ano passado.

Diante desse quadro, as previsões de crescimento para 1999 passaram a indicar uma retração menor do que aquela imaginada inicialmente, e que acabou se refletindo no cenário que embasou a revisão do acordo com o FMI, o qual prevê uma queda do PIB entre 3,5% e 4%. A projeção do GAC é de uma queda do PIB de 2,3% no ano, refletindo uma trajetória de relativa estabilidade da atividade econômica, em termos dessazonalizados, no segundo trimestre, seguida por uma retomada mais firme do crescimento nos dois trimestres seguintes. Na comparação com o mesmo período do ano passado, no entanto, o primeiro semestre ainda apresentará uma queda acentuada, de cerca de 4%, vindo a registrar crescimento apenas no último trimestre do ano (projetado em 1%). Em termos setoriais, o crescimento projetado para o PIB reflete uma queda de 2,8% para a indústria (-3,2% na indústria de transformação e 4,7% na construção civil), e retração de 2,8% nos serviços (basicamente em função de uma queda de cerca de 7% projetada para o comércio). O setor agropecuário, por seu turno, contribuiria para amortecer aquelas quedas com uma expansão projetada em 3,5% no ano (4,3% nas lavouras e 3,2% na produção animal).

2

Ao contrário de 1995, quando os níveis recorde de produção foram acompanhados por fortes reduções de preços, levando a uma contração da renda agrícola.

Esta recuperação da atividade econômica deverá ocorrer, num primeiro momento, mesmo com a demanda interna ainda deprimida, refletindo a substituição de importações ao longo da cadeia produtiva diante da nova configuração de preços relativos. Este efeito deverá se manifestar mais intensamente na área de bens intermediários, e, em menor escala, nos bens de capital. Vale notar que, a partir de estimativas com base em dados relativos à atividade da construção civil e do consumo aparente de bens de capital, teria havido um pequeno crescimento da formação bruta de capital fixo no primeiro trimestre deste ano, revertendo as quedas observadas nos dois últimos trimestres do ano passado. A taxa de investimento do primeiro trimestre do ano, a preços de 1990, teria sido de 20,7% do PIB, ante 20,3% do PIB no último trimestre do ano passado. A perspectiva de que será possível voltar a uma trajetória de crescimento sustentado a partir da mudança do regime cambial e com a consolidação de um quadro macroeconômico mais equilibrado pode estar levando as empresas a retomar alguns de seus projetos de investimento, mesmo com as vendas em nível ainda reduzido. Além disso, é importante lembrar que, com o programa de privatizações e de concessões de serviços públicos, criou-se uma demanda por investimento voltada para a recuperação e expansão da infraestrutura que tende a ser insensível às flutuações de curto prazo na atividade econômica.

Também a recuperação da renda agrícola em 1999, estimulada por níveis de produção e preços em patamar elevado,² deve atuar no sentido de uma elevação gradual da demanda. Além disso, a esperada recuperação das exportações deverá contribuir para a retomada do crescimento ao longo do ano, embora no curto prazo elas ainda venham sofrendo com o impacto negativo da queda de preços no mercado internacional, com a redução do crescimento da economia mundial (em especial nos países da América Latina, que absorvem parcela expressiva das exportações de manufaturados), e com a retração das linhas de financiamento de comércio.