

*A*s surpresas da inflação, as ansiedades da economia internacional e a frustração com os resultados da balança comercial marcaram a conjuntura no terceiro trimestre de 2000. Os reflexos aparecem, desde agosto, na freada cautelosa da trajetória de queda dos juros e na desvalorização cambial. A atividade econômica, contudo, não registrou efeitos significativos, no curto prazo.

Para 2000, o IPEA projeta crescimento de 4% no PIB, balança comercial equilibrada e expressiva redução na taxa de desemprego. O ritmo de crescimento deve se sustentar em 2001, para quando também se projeta inflação de 4,5% no IPCA, maior redução do desemprego e a tão esperada reversão da balança comercial. As projeções fazem figa para que a economia norte-americana aterrisse suave, o euro se recupere rápido, o mercado de petróleo se acalme e para que a Argentina não chore por nós.

Retrospectiva

As turbulências internacionais foram causadas pela volatilidade das bolsas de valores e pelas incertezas associadas à desaceleração do crescimento norte-americano para taxas sustentáveis no longo prazo; pelas pressões advindas do euro desvalorizado e dos preços do petróleo que atingiram níveis recordes na década dos 90; e, mais recentemente, pela crise de financiamento externo da Argentina e seus possíveis desdobramentos. Além da figa, não há muito que se possa fazer para conter os efeitos dessas turbulências sobre a economia brasileira.

Taxas de inflação médias de 1,5% em julho e agosto assustaram os incautos. As pressões, contudo, eram em certa medida esperadas e concentraram-se nas tarifas dos serviços públicos e nos preços dos alimentos e combustíveis, em que sete itens apenas (energia elétrica, telefonia, gasolina, planos de saúde, frango, leite e açúcar e álcool) explicaram 75% da variação do IPCA em julho e 62% em agosto. Em setembro, as taxas voltaram para 0,23%, nível que os indicadores do IPEA sinalizam como tendência da inflação para os próximos seis meses. O problema agora é conter as pressões por reajustes salariais.

Nesse contexto de incertezas, a política monetária adotou postura mais cautelosa, mantendo a taxa de juros em 16,5% a.a. desde agosto, após reduções sucessivas em junho e julho. A freada refletiu-se nas trajetórias de juros no mercado futuro (Gráfico 5.2, na seção Política Monetária), em que os prêmios de risco se ampliaram, embora mantendo-se abaixo dos níveis alcançados no segundo trimestre.

As incertezas refletiram-se também no câmbio que, desde agosto, desvalorizou-se em mais de 7%. Pequena parcela disso pode ser atribuída à decisão do Banco Central de reduzir a oferta de hedge cambial, rolando apenas parte da dívida indexada ao dólar vencendo em agosto e setembro. Mas, sem dúvida, a desvalorização de mais de 5% observada em outubro deveu-se à deterioração do cenário internacional.

O ritmo da atividade econômica, contudo, não foi afetado pelas incertezas. Na indústria, o Indicador IPEA estima crescimento de 6% em setembro e 7% no terceiro trimestre (comparações com o mesmo período do ano anterior) Isso implica lenta desaceleração da atividade industrial, o que permite prever taxas de crescimento acima de 6%, no ano. As vendas no comércio sustentam a robusta expansão. O faturamento real do comércio varejista de São Paulo cresceu 10% em setembro e 11,4% no acumulado do ano (ambos em relação ao mesmo período do ano anterior).

O crescimento sustentado fez o mercado de trabalho renascer das cinzas após uma década de estagnação. Na comparação com o mesmo período do ano anterior, o emprego cresceu 5,1% em setembro e 4,4% no acumulado do ano. Essa expansão é generalizada, com destaque para o comércio, que cresce no mês 7,5%, os serviços, 5,4%, e a indústria de transformação, 3,4%. Depois de neutralizada pelo crescimento da PEA, no primeiro momento, a expansão do emprego traduz-se agora em quedas na taxa de desemprego, que em setembro alcançou 6,7% da PEA, comparada com 7,4% em setembro do ano passado.

Dando novo alento à retomada, a massa salarial começou a se recuperar, com crescimento real de 6,8% em agosto e 2,9% no acumulado do ano (comparações com mesmo período do ano anterior). Até agosto, esses aumentos deveram-se, quase exclusivamente, ao crescimento do emprego, pois o rendimento real médio mostra uma contração de 1,4% no acumulado do ano. Nos últimos dois meses, contudo, apareceram os primeiros tímidos sinais de recuperação dos salários, com aumentos do rendimento real médio de 0,9% em julho e 1,1% em agosto,

Em termos dos componentes da demanda agregada, a sustentação do crescimento ao longo de 2000 foi dada pela expansão do consumo privado e dos estoques que, movidos a crédito, demonstraram-se insensíveis às incertezas inflacionárias e internacionais. Destaca-se o consumo de duráveis, que se expandiu fortemente no primeiro semestre e continua ainda com fôlego. Em setembro, as vendas de duráveis de consumo, em São Paulo, cresceram 16,2% em relação ao mesmo período do ano anterior.

Boa parte do oxigênio para o consumo privado veio da expansão do crédito por parte do sistema financeiro, em que os empréstimos às pessoas físicas cresceram 15%, entre maio e setembro (empréstimos para aquisição de bens cresceram 46% e para aquisição de veículos, 50%). Como fatores subjacentes encontram-se a queda nos juros, a redução dos compulsórios e da tributação nas operações de crédito e a própria melhoria nas condições econômicas, muito embora, em setembro, a inadimplência, em São Paulo, tenha aumentado de 4,2% para 5,9%. Com a freada nos juros, o pequeno aumento da inadimplência e a perda de poder de compra dos salários, é de se esperar que o consumo perca um pouco do fôlego a partir do último trimestre deste ano.

As exportações líquidas de bens e serviços, que foram o motor de arranque e sustentaram a retomada do crescimento ao longo de todo o ano passado, deixaram de contribuir para a demanda agregada no presente ano. Isso resulta, em parte, dos vazamentos causados pelo inusitado comportamento das importações de bens intermediários que, em termos de quantum, cresceram 30% no acumulado até setembro, comparando-se com taxas equivalentes de 23% para as exportações de manufaturados. Apesar desse crescimento excepcional, as exportações sofreram os efeitos da desvalorização do euro.

O crescimento do quantum das importações, por sua vez, explica-se pelo esgotamento da capacidade ociosa observada nos setores de matérias e bens intermediários, após um ano de recuperação com taxas de investimentos relativamente baixas. Outra explicação plausível seria o aumento estrutural do coeficiente de importação devido ao padrão de

investimentos no último ciclo de crescimento, que teve como características distintivas a maior integração e abertura comercial da economia, bem como uma valorização cambial ímpar.

A retomada dos investimentos fixos assume, portanto, papel crucial para sustentar o crescimento sem exacerbar pressões inflacionárias. A retomada do crescimento (em base anual) dos investimentos fixos iniciou-se, de forma ainda tímida, no primeiro semestre deste ano. A construção civil, que responde por 75% da formação bruta de capital fixo, pouco contribuiu para a retomada dos investimentos até o presente momento.

Estimativas recentes permitem prever aceleração expressiva dos investimentos a partir do terceiro trimestre. A confirmação dessas previsões dependerá, em certa medida, da evolução das incertezas pairantes no cenário internacional e da possibilidade de novas reduções nas taxas de juros domésticas. A condução da política fiscal, nos próximos trimestres, também desempenhará papel crítico por seus efeitos diretos sobre a propensão a investir e indiretos sobre a credibilidade e a taxa de juros.

No âmbito fiscal, o terceiro trimestre foi marcado pela continuidade dos resultados positivos em todas as esferas de governo. Como em junho, as metas fiscais para setembro foram cumpridas com folga: o superávit primário acumulado atingiu R\$ 35,3 bilhões, ou 4,3% do PIB, com aumento de R\$ 4,7 bilhões em relação a 1999. Os estados e municípios respondem por 62% da melhoria, e as estatais por 46%. No governo central, destaca-se o aumento de 11% nas receitas totais, propiciado pelo crescimento das receitas de caráter permanente, mais que compensando as reduções das receitas extraordinárias que, de R\$ 19,7 bilhões entre janeiro e setembro de 1999, passaram a R\$ 9,4 bilhões em igual período deste ano. Os gastos (inclusive transferências), contudo, aumentaram 12% no mesmo período, gerando queda de R\$ 400 milhões do superávit primário.

Os desafios da política fiscal nos próximos trimestres são enormes, confrontando questões como o financiamento de aumentos de salário mínimo e dos servidores públicos, em geral; do pagamento da correção do FGTS nos Planos Verão e Collor; além dos problemas de rolagem de dívidas dos municípios.

No front externo da economia, o fato marcante do trimestre foi a frustração com os resultados da balança comercial que culminou com os elevados déficits de setembro e outubro. Entre junho e outubro, a média diária do valor das exportações declinou 4,6% e das importações cresceu 12,1%. Em boa parte, isso se deve ao padrão sazonal do período (que estima aumento de 9,6% nas importações e queda de 10% nas exportações), mas certamente outros fatores tiveram papel importante na deterioração da balança comercial. Primeiro, como já discutido, o quantum das importações brasileiras cresceu de forma inusitada, ao longo deste ano.

Segundo, os termos de troca permanecem adversos à economia brasileira. A preços médios de 1998, o superávit comercial até setembro seria de US\$ 6,1 bilhões, comparado com os US\$ 700 milhões efetivamente observados. Os preços médios de exportação, neste ano, foram 10,3% inferiores à média de 1998. Nas importações, os altos preços do petróleo são compensados por baixos preços nos demais itens da pauta, de modo que a comparação com 1998 revela estabilidade.

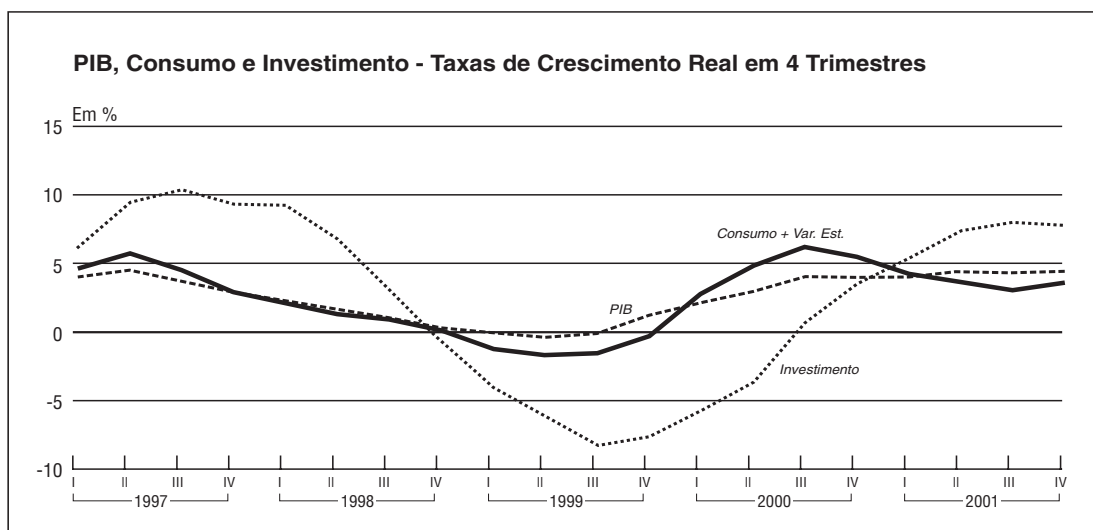
Terceiro, desde outubro do ano passado, o real em relação ao euro valorizou-se em 20%, em termos reais. A Europa absorve 27% de nossas exportações que, nos 12 meses até setembro, cresceram somente 10,2%, que se compara com 18,2%, no total. Acrescente-se que a valorização do dólar ante as demais moedas deprime os preços em dólares das nossas commodities de exportação.

A despeito das incertezas internacionais e da frustração com a balança comercial, o período julho/setembro registra acumulação de US\$ 3,9 bilhões em reservas. Os fluxos de captações externas e investimentos diretos foram pouco afetados e mais do que compensaram os déficits em conta corrente, amortizações devidas e a ampliação dos

investimentos de brasileiros no exterior de US\$ 2,1 bilhões em relação ao segundo trimestre.

Por fim, cabe menção à divulgação pelo IBGE das Contas Nacionais para 1999 com revisão dos resultados dos dois primeiros trimestres do ano corrente. O crescimento do PIB (a preços básicos), no primeiro semestre de 2000, foi reduzido de 3,8% para 3,6%, com redução de 6,5% para 3%, na agricultura, de 6,5% para 5,6%, na indústria de transformação, e de 6,2% para 3,1%, no comércio; em compensação, o crescimento de outros serviços¹ aumentou de 1,2% para 4,6%. Devido a esse maior crescimento e à maior ponderação da indústria, as revisões não afetaram significativamente o crescimento de 4% projetado para 2000.

As mudanças não foram, contudo, anódinas, pois o deflator implícito do PIB, em 1999, recentemente divulgado pelo IBGE foi 4,3%, cifra bem abaixo das estimativas preliminares. Em consequência, a relação dívida/PIB de 1999 foi revista para 49,7%, em vez dos 46,8% estimados anteriormente. A trajetória de redução no ano não se altera, podendo ser projetada em 48,7%, pouco acima dos 48,5% observados em agosto. Essa mudança reforça, contudo, a necessidade da austeridade fiscal, na forma de superávits primários elevados, para que se possa assegurar a convergência da relação dívida/PIB para patamares mais seguros, sobretudo tendo-se em conta a possibilidade de se ter que fazer frente a dívidas (esqueletos fiscais) ainda não incorporadas às estatísticas oficiais.



Perspectivas

Projeções trimestrais detalhadas para a economia brasileira até o final de 2001, bem como o modelo utilizado para realizá-las, são apresentadas em nota técnica neste Boletim. O cenário projetado espera reversão do quadro de instabilidade internacional que predominou nos últimos meses. Em particular, supõe normalização da situação na Argentina que permitiria uma redução do risco Brasil nos mercados financeiros internacionais, abrindo a possibilidade de retomada da trajetória de redução dos juros domésticos; queda de 10%, aproximadamente, nos preços do petróleo no mercado internacional; desvalorização efetiva do dólar de cerca de 12%, com a recuperação do euro trazendo impactos favoráveis sobre a nossa balança comercial; e, por fim, supõe que a aterrissagem norte-americana será feita sem grandes sustos.

No âmbito doméstico, o cenário supõe a continuidade da política macroeconômica atual. Quer dizer, a perseverança no esforço de ajuste fiscal, conforme expresso nas metas estabelecidas para o superávit primário do setor público consolidado; a persistência da política de metas de inflação; e a manutenção do câmbio flutuante, dotando a economia de amortecedores para choques externos.

¹
Incluem Serviços
Prestados às
Famílias,
Serviços
Prestados às
Empresas e
Serviços Privados
Não-Mercantis,
com peso de
11,05% no PIB a
preços básicos de
1999.

Nos últimos dois anos, essa política macroeconômica permitiu conciliar recuperação do crescimento com estabilidade de preços e equilíbrio externo. Os resultados projetados para o ano 2000 são crescimento de 4% do PIB, com aumento de 5,5% no consumo e 3,5% no investimento fixo. Diferentemente de 1999, as exportações líquidas não deverão contribuir para o crescimento deste ano. Em termos setoriais, a indústria se destaca com crescimento de 5,2%, seguida pelos serviços, com 3,4% de crescimento.

A taxa de inflação média do ano será próxima de 14%, segundo IGP-DI/FGV, e 5,7%, segundo o INPC/IBGE. A balança comercial deverá ficar próxima de zero e o déficit em conta corrente em US\$ 25,4 bilhões, ou 4,1% do PIB. No mercado de trabalho, para o último trimestre, projeta-se crescimento — em relação ao mesmo período do ano anterior — de 2,5% na remuneração real e de 3,8% no emprego; a taxa de desemprego deve ser de 6,4%, com redução de 0,6 ponto percentual.

Para 2001, projeta-se pequena aceleração do crescimento, que deve atingir 4,5% no ano. Essa projeção é corroborada pelo modelo de probabilidade de reversão cíclica — apresentado em nota técnica neste Boletim —, que mostra que a probabilidade de reversão da recuperação é ainda muito baixa, apesar do pequeno aumento observado no segundo trimestre de 2000.

A sustentação da demanda em 2001 viria do crescimento de 3,6% no consumo e de 7,8% no investimento. Em termos setoriais, espera-se crescimento de 5,6% na indústria e de 6,5% no setor agropecuário, calcado em forte expansão das lavouras.

O estímulo ao consumo seria dado pelo crescimento da massa salarial real, devido ao aumento de emprego e do rendimento médio real, propiciado pelo comportamento favorável dos preços agrícolas em decorrência da boa safra projetada. Além disso, supõe-se trajetória de queda nos juros, bem como ampliação do crédito.

A evolução mais favorável dos investimentos em 2001 supõe redução gradual das taxas de juros, bem como consolidação de novos mecanismos de financiamento. O progressivo estreitamento das margens de capacidade ociosa e as perspectivas favoráveis de ampliação da demanda também estimulariam a demanda por ampliação da capacidade produtiva.

No setor externo, projeta-se superávit comercial da ordem de US\$ 1 bilhão em 2001, com crescimento de 11% nas exportações e de 9% nas importações. Essas projeções embutem expectativas de uma boa safra, de recuperação dos preços das exportações em função da valorização do euro e a redução nos preços do petróleo. O déficit em conta corrente é projetado em US\$ 23,7 bilhões, o que representa 3,6% do PIB.

À Guisa de Conclusão

A questão crucial para a sustentação do crescimento é o aumento das taxas de investimento que, atualmente, estão próximas de 19% do PIB. Em nota técnica neste Boletim apresentam-se estimativas para o estoque de capital na economia brasileira e sua relação com o PIB. Os dados para anos recentes mostram que um crescimento de 5% do PIB requer taxas de investimento entre 19% e 23% do PIB. Como a atual intensidade do processo de inovações tecnológicas acelera a obsolescência do parque produtivo, as taxas de investimento requeridas devem estar mais próximas de 23%, implicando necessidade de investimentos adicionais da ordem de 4% do PIB.

O outro lado da moeda é a disponibilidade de poupança doméstica. Além do aumento de investimento, é preciso reduzir gradualmente a contribuição da poupança externa dos 4,5% do PIB observados em 1999 para algo como 2,5% do PIB — taxa sustentável no longo prazo, dada uma relação entre o passivo externo líquido e o PIB da ordem de 50%. Dessa forma, o aumento da poupança doméstica teria que ser da ordem de 6% do PIB.

Estima-se que a poupança pública tenha aumentado cerca de 3% do PIB em 1999, passando de -4,8% para -1,7% do PIB. Esse aumento, contudo, foi totalmente neutralizado

por uma redução da poupança privada de 19,5% para 16,1% do PIB, de modo que a poupança doméstica acabou até mesmo declinando ligeiramente. Para 2000, espera-se um novo aumento de 3% do PIB na poupança do setor público, que passaria a ser positiva em cerca de 1,5% do PIB. A partir daí novos ganhos seriam difíceis. Como a poupança privada ainda deve ter declinado cerca de 2% do PIB em 2000, ela teria que aumentar o equivalente a 5% do PIB para garantir o crescimento sustentado.

Poupança e Investimento a Preços Correntes

(Em % do PIB)

CONCEITO	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000 ^a
1 - Investimento	20,75	20,54	19,26	19,86	19,64	18,92	19,50
1.1 - Público	3,61	2,54	2,31	2,22	2,21	1,82 ^a	1,50
1.2 - Privado	17,14	18,01	16,96	17,64	17,43	17,10	18,00
2 - Poupança Doméstica	19,83	17,72	16,12	15,48	14,69	14,42	15,40
2.1 - Pública	4,30	-1,65	-1,25	-1,82	-4,80	-1,67	1,50
2.2 - Privada	15,53	19,38	17,37	17,29	19,49	16,09	13,90
3 - Poupança Externa	0,92	2,82	3,15	4,38	4,95	4,51	4,10
4 - Resultado Operacional							
Do Setor Público ^b	0,69	-4,19	-3,56	-4,04	-7,01	-3,49	0,00

Fontes: IBGE, Sistema de Contas Nacionais do Brasil. Produto Interno Bruto. Resultado Anual Preliminar 1999 (outubro/2000), Banco Central, Boletim do Banco Central do Brasil, vários números.

^a Estimativas IPEA.

^b Exclui estatais.