

Nº 76  
NOV  
1997

# carta de conjuntura **IPEA**

## O AJUSTAMENTO AO CHOQUE EXTERNO

A onda de instabilidade que vem atingindo os mercados financeiros de todo o mundo tem sido caracterizada como a primeira grande crise de uma economia globalizada. Mesmo um mês após a sua eclosão, ainda é difícil avaliar a magnitude e o alcance do choque, tantos têm sido os desdobramentos que a profunda integração dos mercados financeiros vai gerando a cada nova rodada de propagação. Apesar da velocidade e intensidade com que a crise vem se espalhando pelo mundo, a dinâmica segue o figurino clássico: desequilíbrios decorrentes do descolamento entre o lado real e os preços dos ativos determinados nos mercados financeiros dão margem ao surgimento de bolhas especulativas que ao se romperem, dado o elevado grau de alavancagem com que as instituições financeiras operam, acabam gerando um impacto desproporcional sobre a economia como um todo.

O início do processo pode ser localizado nas dificuldades surgidas em algumas economias periféricas do Sudeste Asiático (os chamados “tigres de segunda geração”) após a crise cambial da Tailândia em julho. A instabilidade acentuou-se quando os efeitos da crise atingiram a Bolsa de Valores de Hong Kong no final de outubro, forçando ajustes em todas as bolsas do mundo, em particular na de Nova York. Um desdobramento mais recente refere-se aos problemas da Coreia do Sul, também de certa forma associados à questão cambial, mas com um componente financeiro mais destacado, na medida em que decorrem do grau aparentemente excessivo de endividamento dos grandes conglomerados empresariais que dominam a economia daquele país. Por fim, os desequilíbrios financeiros no Japão, latentes desde o início da década, explodiram nas últimas semanas, com a quebra de um grande banco e de várias corretoras de porte, colocando em evidência a fragilidade sistêmica que o governo japonês vinha tentando mascarar. Assim, se num primeiro momento havia a percepção de que a crise iniciada na Tailândia seria transitória e de que poderia ficar restrita à própria região, os acontecimentos do último mês encarregaram-se de deixar claro que seu alcance era muito maior: ao invés de um desequilíbrio passível de ser corrigido com uma desvalorização cambial, o que emergiu da crise foi o esgotamento do próprio modelo de crescimento adotado naqueles países – em particular a característica de depender de uma expansão excessiva do crédito –, enquanto a globalização dos mercados financeiros decorrente da atuação dos grandes fundos de investimentos encarregava-se de disseminar os problemas internacionalmente, atingindo inclusive os próprios países desenvolvidos.

A crise internacional deverá produzir impactos duradouros sobre os fluxos internacionais de capital, em especial para os países emergentes. Duas ordens de fatores parecem apontar nesta direção: maior percepção quanto ao risco por

parte dos investidores dos países desenvolvidos e queda na riqueza financeira destes países, em função, entre outros fatores, das desvalorizações observadas nas bolsas de valores. No primeiro caso, a busca por maior liquidez (isto é, por ativos cuja realização implique menores riscos de perda de capital) resultaria em redução das aplicações em bolsa nos próprios países industrializados e numa fuga generalizada de aplicações em ativos (de renda fixa ou variável) associados a países emergentes. O segundo fator, além do impacto direto sobre a liquidez internacional, reforçaria o primeiro, na medida em que uma redução da riqueza financeira levaria a um comportamento mais conservador por parte dos investidores dos países desenvolvidos, refletindo-se numa redução do espaço para investimentos de *portfolio* em países emergentes. Apenas a título de comparação, os fluxos líquidos de investimentos para a América Latina declinaram cerca de 20% entre 1994 e 1995, provavelmente por conta da crise mexicana e da elevação dos juros nos Estados Unidos. Note-se que aquela foi uma crise muito mais localizada do que a que o mundo enfrenta atualmente. Naquela ocasião, os fluxos de capital para a Ásia aumentaram 31,7%, refletindo uma melhora relativa na percepção de risco regional. É possível imaginar que o oposto poderia acontecer na situação corrente – dependendo, obviamente, da resposta que cada país oferecer à crise.

O grau de exposição excessiva dos sistemas financeiros nacionais a empréstimos de qualidade duvidosa, inferido a partir das elevadas taxas de empréstimos ao setor privado como proporção do PIB,<sup>1</sup> é um elemento importante que distingue o Brasil dos países asiáticos de industrialização recente. Esta fragilidade financeira teria sido inclusive responsável pela timidez da resposta daqueles países aos ataques especulativos contra suas moedas. Da mesma forma, a percepção de que estes países passam pela fase final de um longo ciclo de investimentos e de crescimento acelerado, enquanto um processo semelhante no Brasil, estimulado pela abertura comercial e pela privatização, estaria apenas começando, reforça a idéia de que por detrás de déficits em conta corrente elevados escondem-se processos totalmente distintos. Ainda assim, não se pode ignorar que a crise atual representa uma mudança significativa em relação ao quadro prevalecente nos últimos três a quatro anos: provavelmente já não será mais factível financiar, de forma sustentável, déficits em conta corrente da mesma magnitude que os observados no passado recente, mesmo que a parcela direcionada ao Brasil, em função da diferenciação acima apontada, venha a crescer no futuro. Adicionalmente, as desvalorizações observadas no Sudeste Asiático poderão vir a representar um ônus adicional para as exportações brasileiras quando confrontadas com produtos originados daquela região em mercados da Europa ou dos Estados Unidos.

O Brasil foi apanhado em meio à crise numa situação vulnerável, embora a maioria dos indicadores macroeconômicos viesse apontando para uma trajetória de melhoria progressiva. No contexto da estratégia de

(cont. p. 8)

A Carta de Conjuntura é de inteira responsabilidade do Grupo de Acompanhamento Conjuntural (GAC) do IPEA/DIPES. As opiniões aqui emitidas não exprimem, necessariamente, o ponto de vista do Ministério do Planejamento e Orçamento.

---

## Atividade Econômica

A estimativa da produção industrial (índice da indústria geral) de outubro pelo *Indicador IPEA*, após ajuste sazonal, aponta para um crescimento de 1,1% em relação a setembro. Na comparação com outubro do ano passado o *Indicador IPEA* registra uma variação de +6,1%, contra crescimento de 6,2% em setembro na mesma base de comparação. Entre as categorias de uso, destacam-se os bens de capital, com crescimento de 16,1% em relação a outubro do ano passado, e os bens intermediários, com 6,7%. Os bens de consumo duráveis apresentam queda de 1%, enquanto a produção dos não-duráveis cresce 2,2%, indicando que até outubro, antes da crise, não apenas a produção industrial vinha sustentando um ritmo razoável de crescimento (certamente bem acima do que as expectativas passadas e a própria percepção corrente indicavam), mas também que continuava firme a mudança na composição da produção industrial, cujo crescimento passou a se concentrar fortemente nos bens de capital e intermediários. Note-se também que no desempenho dos duráveis encontra-se embutido um crescimento excepcional da indústria automobilística (+21% em relação a outubro do ano passado), o que indica que os demais segmentos – por exemplo, eletroeletrônicos de consumo – devem estar experimentando uma retração ainda mais forte do que a média do segmento.

O crescimento apontado pelo *Indicador IPEA* de outubro reflete o comportamento dos componentes utilizados na sua estimativa. A maioria apresentou um aumento significativo quando comparado com o mesmo mês do ano passado. Nesta base de comparação, destacam-se o crescimento na produção de automóveis (21%), papelão ondulado (10%) e cimento (16%), lembrando que o cimento entra no modelo com uma defasagem, ou seja, trata-se da produção de cimento de setembro.

No acumulado no ano até outubro, a indústria geral cresceu 5,3%, enquanto no acumulado em 12 meses esta variação foi de 5,5%, com destaque para o desempenho de bens de capital e de bens intermediários, ambos com 6,3%. Por estarem baseadas em modelos de séries temporais, nossas previsões para o restante do ano ainda não estão captando os efeitos que as mudanças de política econômica terão sobre a atividade econômica nos dois últimos meses do ano. A última informação disponível é justamente a do *Indicador IPEA*, que se refere ao mês de outubro, quando as mudanças ainda não haviam acontecido. Utilizando-se as estimativas do *Indicador IPEA* para outubro projeta-se uma variação anual de 5,4% para a produção da indústria geral. Em termos de trajetória, observa-se, segundo esta projeção, um crescimento de 5,9% sobre o último bimestre do ano passado e, em termos dessazonalizados, de 0,3% ante ao bimestre setembro-outubro deste ano.

Estas previsões para novembro e dezembro, ainda que razoáveis dentro da conjuntura pré-crise asiática, dificilmente serão observadas. Mesmo diante de uma queda acentuada na produção no último bimestre, no entanto, os resultados para o ano como um todo acabarão sendo pouco afetados. Caso a produção industrial de novembro-dezembro, ao invés dos 6% projetados pelo modelo, cresça apenas 3% em relação a igual período do ano passado (o que equivale a uma queda, em termos dessazonalizados, de 1,5% em relação à produção do período setembro-outubro), a produção da indústria no ano ainda crescerá 5% (ao invés dos 5,4% projetados).

Os efeitos sobre a atividade econômica das recentes medidas de política adotadas para fazer frente à mudança no ambiente externo serão sentidos principalmente no primeiro trimestre de 1998, refletindo o desempenho das vendas no comércio no final do ano. Este desempenho será influenciado pela alta de juros e pela contenção fiscal, que não apenas reduzem a renda disponível e o acesso ao crédito mas, além disso, aumentam o percentual de poupança precaucional das famílias diante da expectativa (com ou sem fundamentos) de recessão e desemprego. Por outro lado, é importante notar que o crescimento da produção industrial vinha refletindo **também** um aumento do investimento associado às privatizações e concessões de serviços públicos, e que este componente da demanda tende a se mover orientado por considerações mais de longo do que

de curto prazo. Assim, pelo menos pelo lado do investimento – especialmente na recuperação e expansão da infra-estrutura – é possível esperar um efeito amortecedor sobre a queda da produção industrial.

Dados de outubro do comércio varejista em São Paulo apontam para uma expansão do faturamento e vendas físicas de 2,2% e 2%, respectivamente, na série dessazonalizada. Mas, na comparação com outubro do ano passado, o resultado foi novamente negativo, comportamento que se tem repetido ao longo de todo o ano, confirmando as perspectivas de que o comércio registre em 1997 um crescimento menor do que nos anos anteriores. Os dados de outubro não incorporam ainda o impacto das novas medidas de política econômica, mas a perspectiva é de uma contração nas vendas mesmo que, numa atitude cautelosa, a elevação dos juros não venha a ser totalmente repassada para os consumidores.

O IBGE procedeu a uma profunda revisão nos resultados já divulgados do PIB trimestral para o ano de 1997. Em nível setorial, as maiores diferenças foram registradas na agropecuária e nos serviços. Na **produção animal**, devido à completa falta de informações, já que a pesquisa de abate está sendo reformulada, os dados foram corrigidos de modo a adequar-se a uma tendência projetada pelo método de ajuste sazonal X-12. Desta forma, em termos de taxas de crescimento no acumulado do ano, a alteração implicou redução das taxas anteriormente divulgadas de 5,5% para 2,3% e de 7% para 4,4% no primeiro e segundo trimestres, respectivamente. Já no **comércio**, devido a uma revisão dos dados de importação, houve uma redução do crescimento acumulado no ano até março de 3,4% para 0,08% e no resultado até junho de 5,7% para 3,9%.

Com estas alterações o crescimento do PIB acumulado no ano, que na divulgação anterior havia sido de 3,7% no primeiro trimestre e de 4,3% no segundo, reduziu-se para 2,9% no primeiro trimestre e 3,8% no segundo. Nossa estimativa de que o PIB havia registrado uma expansão de 4,1% até o terceiro trimestre (e que fundamentava a previsão de 4% para o ano) mostrou-se assim exagerada, já que, com a revisão realizada, o IBGE calculou este crescimento em apenas 3,5%. A diferença da nossa previsão está quase exatamente no 0,5 ponto de porcentagem da correção feita nos dados **já divulgados** do primeiro semestre. A indústria líder o crescimento neste ano (5,3%) junto com a agropecuária (3,9%), o que indica que, ao contrário do observado nos dois últimos anos quando os serviços lideraram o crescimento, a produção de *tradeables* estaria em expansão mais acelerada do que a de *non-tradeables*.

Com a atualização dos dados do IBGE nos modelos de previsão das principais atividades que compõem o PIB e considerando o *Indicador IPEA* da indústria para outubro mas sem incorporar os efeitos das recentes medidas de política econômica, prevemos que a economia passe de um crescimento de 3,9%, na taxa acumulada em quatro trimestres até setembro, para 3,6% até fim do ano, revendo para baixo em 0,5 ponto de porcentagem nossa previsão anterior de 4%. Caso a trajetória da indústria para novembro e dezembro seja aquela indicada no exercício feito anteriormente (aumento de 5% no ano), o crescimento do PIB cairia para 3,4%.

No *Boletim Conjuntural* de outubro comentamos que nossa estimativa da taxa de investimento poderia estar subestimada pela forma com que era mensurado o componente externo. Ao incorporar os índices (ainda preliminares) de *quantum* de importações e de exportações de máquinas e equipamentos da Funcex, e com a atualização dos resultados de setembro do IBGE para a construção civil e produção de bens de capital, estimamos que a formação bruta de capital no terceiro trimestre deste ano tenha representado 18,6% do PIB, contra uma estimativa anterior de 16,9%.

Desde abril deste ano, a taxa de desemprego aberto medida pela Pesquisa Mensal de Emprego (PME) do IBGE, englobando as seis principais regiões metropolitanas do país, passou a apresentar valores superiores aos verificados em iguais meses de 1996. Com isso, na média do ano até setembro (última informação disponível), o indicador alcança 5,8%, valor ligeiramente maior que o registrado

no mesmo período do ano passado, de 5,7%. Os dados dessazonalizados, por sua vez, mostram que a taxa cresceu mês a mês desde o início do ano, atingiu o máximo (5,8%) em junho, mas passou a recuar a partir daí, situando-se em 5,5% em setembro. Pode-se esperar, no entanto, que essa tendência de queda na taxa de desemprego, em termos dessazonalizados, reverta-se a partir de novembro, por conta do choque externo e das medidas restritivas de política econômica adotadas pelo governo.

A Pesquisa de Emprego e Desemprego da Fundação Seade, com resultados para a região metropolitana de São Paulo, apresenta uma pequena elevação na taxa de desemprego total em outubro, e estabilidade na taxa de desemprego aberto. Na comparação com o mesmo período do ano passado, as duas taxas de desemprego mostram-se mais elevadas: a taxa de desemprego total situou-se em 16,5% em outubro, contra 14,8% no mesmo mês de 1996, enquanto a taxa de desemprego aberto foi de 10,5%, ante 9,7% em outubro de 1996. Em média, até outubro deste ano a taxa de desemprego total alcançou 15,5%, contra 15,1% no mesmo período do ano passado, e no que se refere ao desemprego aberto, tem-se 10,1% em outubro deste ano e 10% em outubro do ano passado.

De acordo com a Fundação Seade, ao contrário de setembro, quando a indústria foi responsável pela maior parcela das demissões, em outubro o setor de serviços foi o que mais enxugou pessoal, com eliminação de 34 mil ocupações, enquanto a indústria eliminou 16 mil e o comércio gerou 42 mil novos postos de trabalho.

A pesquisa semanal de emprego da Fiesp registrou, no mês de outubro, uma retração de 0,55% no pessoal ocupado na indústria paulista em relação a setembro, com o fechamento de 10.044 vagas. Com este novo resultado para outubro, o emprego na indústria paulista acumula uma retração de 4,2% de janeiro a outubro deste ano, referente a dispensa de 78 mil trabalhadores, resultado, no entanto, bastante inferior ao observado no mesmo período de 1996, de -6,9%, com eliminação de 134 mil postos de trabalho.

Quanto aos rendimentos do trabalho, a pesquisa mensal da Fiesp continua registrando crescimento no salário médio real na indústria paulista quando comparado ao mesmo período do ano passado. Os resultados de setembro mostram que em relação ao mesmo mês de 1996 o crescimento alcança 4,2%, e no acumulado no ano até o mesmo período, 5,8%. A massa salarial real, por sua vez, também cresce, mas relativamente menos, por conta da retração no emprego: na comparação mês contra mês tem-se elevação de 0,8% e no acumulado no ano, crescimento de 1,5%.

A massa salarial real calculada a partir de informações da PME vem se mantendo em expansão na comparação com o mesmo período do ano passado, tendo-se em conta, no entanto, que tal expansão vem acontecendo a taxas decrescentes. A última informação disponível (agosto de 1997) indica, para o total das pessoas ocupadas, um crescimento acumulado no ano de 1,9%, que desagregado por setor de atividades, mostra que tal crescimento vem se concentrando nos serviços (+4,2%) e em menor medida na construção civil (+1,5%), enquanto o comércio mostra estabilidade (+0,4%) e a indústria de transformação tem retração de 3,6%. Considerando a posição na ocupação, a elevação da massa de rendimentos acontece com maior intensidade para os trabalhadores sem carteira assinada e por conta própria (3,2% e 4,2%, respectivamente), enquanto os trabalhadores com carteira apresentam crescimento menor (2,3%) e os empregadores retração de 4,2%. Em termos dessazonalizados, a massa de rendimentos reais apresentou retração nos primeiros meses do ano, voltando a crescer a partir de junho e mantendo-se estável (+0,1%) de julho para agosto.

**Inflação** Os principais índices de preços apresentaram ligeira alta em outubro: o IPC-Fipe apresentou variação de 0,22%, após registrar queda de 0,76% em agosto e estabilidade em setembro; o INPC variou 0,29%, contra apenas 0,1% em setembro; e o IGP-DI foi a única exceção, registrando variação de 0,34%, com queda de 0,25 ponto percentual em relação ao mês anterior. Este movimento dos índices de preços ao consumidor foi basicamente influenciado

pela elevação sazonal dos preços de produtos alimentícios. No IGP, por outro lado, a desaceleração refletiu o crescimento mais lento dos preços de produtos agrícolas no atacado, indicando que a aceleração dos aumentos dos preços de alimentos no varejo tende a se reverter nos próximos meses. O índice combinado teve variação no mês de 0,28%, pouco superior à verificada em setembro, de 0,23%. Nos últimos 12 meses até outubro a variação do índice combinado foi de 5,19%, o que representa estabilidade frente ao observado nos dois meses anteriores.

Dos grupos que compõem o IPC-Fipe, as menores variações em outubro ocorreram em transportes (-0,28%) e vestuário (-0,94%), sendo que neste último caso a queda ainda estaria refletindo o efeito das liquidações de inverno. O grupo alimentação registrou variação de 0,68%, refletindo o comportamento sazonal dos semi-elaborados, que registraram crescimento de 1,53%, secundados pelos produtos *in natura*, com elevação de 0,9%. No grupo habitação destaca-se a continuidade da tendência de desaceleração do item aluguéis, que em outubro registrou, pela primeira vez, inflação mensal inferior a 0,3%.

O índice da Fipe acumula no ano variação de 3,68% e, em 12 meses, de 4,21%, sustentando assim uma trajetória de queda contínua observada desde o início do Plano Real. Nas primeiras duas semanas de novembro, as variações quadrissemanais continuaram em alta, ainda como decorrência das pressões sobre os alimentos semi-elaborados e *in natura*, agora combinadas com os aumentos no vestuário. A terceira quadrissemanana, no entanto, já registrava estabilidade, com variação de 0,43%. Esta estabilização ocorre a despeito do aumento dos combustíveis, determinado como parte do pacote de ajuste fiscal do governo e cujos impactos já se refletem nos índices de novembro. Na terceira quadrissemanana, o item manutenção do veículo mostrou elevação de 0,66%, revertendo a série de pequenas quedas observada ao longo das semanas anteriores. O item alimentação dá sinais de desaceleração, enquanto vestuário volta a registrar variações positivas por conta da entrada das coleções de verão.

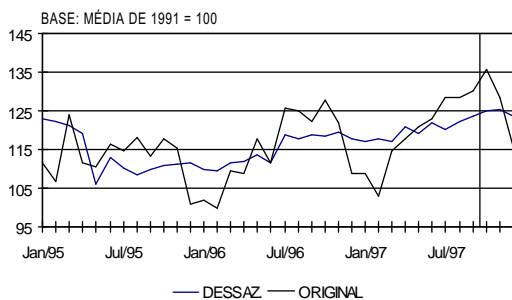
O comportamento do IGP em outubro foi basicamente ditado pelos preços no atacado (IPA), que tiveram variação de 0,41%, contra 0,29% do IPC e 0,15% do INCC. O IPA, por sua vez, foi puxado pelos produtos agrícolas, que, apesar de um crescimento menor que em setembro (quando variaram 2,39%), ainda apresentaram aumento de 0,83% em outubro, com destaque para os grupos raízes e tubérculos (+13,49%), legumes e frutas (+6,45%) e cereais e grãos (+3,08%). Os preços industriais continuam apresentando variações médias mensais da ordem de 0,2% e acumulam, nos últimos 12 meses, uma variação de 4,41%. Em contraste, os produtos agrícolas vêm respondendo pela maior parte da elevação do IPA, tendo acumulado nos últimos 12 meses variação de 13,26%. Por conta disso, o próprio IGP vem registrando variações superiores às dos índices ao consumidor, acumulando nos últimos 12 meses uma taxa de 7,1%.

**Setor Externo** A crise da última semana de outubro, que se refletiu mais fortemente no desempenho das bolsas de valores, foi, na verdade, um momento de desconfiança com relação à manutenção das linhas gerais da atual política econômica, implicando um forte aumento da demanda por dólares. Neste evento, o país perdeu US\$ 8,3 bilhões de reservas internacionais no conceito de liquidez internacional, gerando ainda a necessidade de uma forte reação do lado das políticas monetária e fiscal (ver seção respectiva). No entanto, a crise ocorreu em um momento no qual os indicadores gerais do setor externo no mês mostravam melhoria, com aumento das captações de recursos externos, redução do déficit comercial e manutenção da tendência de crescimento das exportações de manufaturados.

O déficit de US\$ 829 milhões na balança comercial de outubro foi 36% inferior ao registrado no mesmo mês do ano passado, compensando a elevação que havia ocorrido em setembro. Com isso, o déficit acumulado no ano alcançou US\$ 6,9 bilhões, e no acumulado em 12 meses observou-se a primeira queda desde meados do ano passado, saindo de US\$ 10 bilhões em setembro para

# INDICADORES, ESTIMATIVAS E PREVISÕES/IPEA

GRÁFICO 1  
INDICADORES DA PRODUÇÃO INDUSTRIAL



Fonte: IBGE (PIM-PF). Previsões: IPEA/DIPES.

QUADRO 1  
PRODUÇÃO INDUSTRIAL

TAXA DE VARIAÇÃO ACUMULADA EM 12 MESES (%)

CLASSES DE INDUSTRIAS	EFETIVA (1997)		PREVISTA (1997)	
	AGOSTO	SETEMBRO	OUTUBRO	DEZEMBRO
Indústria Geral	5,9	5,7	5,5	5,4
Extrativa Mineral	9,3	9,4	9,6	8,1
Transformação	5,6	5,4	5,0	4,9
CATEGORIAS DE USO				
Bens de Capital	4,1	5,5	6,3	7,0
Bens intermediários	6,9	6,5	6,3	7,1
Bens de Consumo	3,6	3,2	2,6	2,6
Duráveis	11,4	10,1	8,2	6,3
Não-Duráveis	1,3	1,2	1,0	1,1

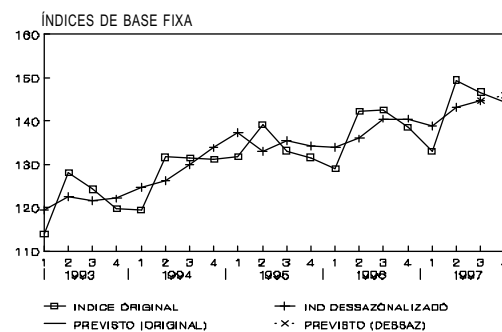
Fonte: IBGE (PIM-PF). Previsões: IPEA/DIPES.

QUADRO 2  
PRODUTO INTERNO BRUTO  
TAXA ACUMULADA EM 4 TRIMESTRES (%)

PIB E SETORES DE ATIVIDADE	OBSERVADO				PREVISTO
	1996.IV	1997.I	1997.II	1997.III	1997.IV
PIB	3,0	2,9	3,8	3,5	3,6
Agropecuário	3,1	4,7	4,2	3,8	3,9
Lavouras	-0,4	3,9	4,0	3,1	3,0
Produção Animal	7,4	2,3	4,4	4,7	4,8
Indústria	2,5	5,6	6,3	5,5	5,3
Transformação */	1,0	4,9	5,8	4,7	4,9
Construção Civil	5,5	8,0	8,4	8,4	6,9
Demais	7,7	6,5	6,6	6,9	5,8
Serviços	3,4	0,7	1,7	1,7	2,1
Comércio	5,2	0,1	3,9	4,7	5,4
Transporte	2,8	3,8	4,3	3,7	3,3
Demais	2,7	0,5	0,4	0,1	0,5

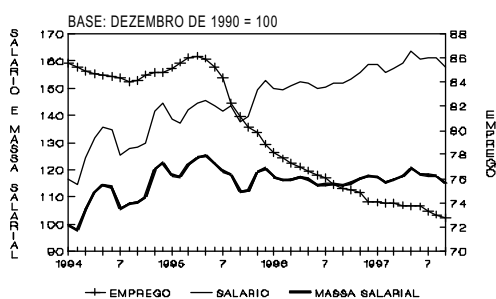
Fonte: IBGE. Elaboração: IPEA/DIPES.  
\*/ Segundo Indicador IPEA de Outubro.

GRÁFICO 2  
PRODUTO INTERNO BRUTO  
ÍNDICES DE BASE FIXA



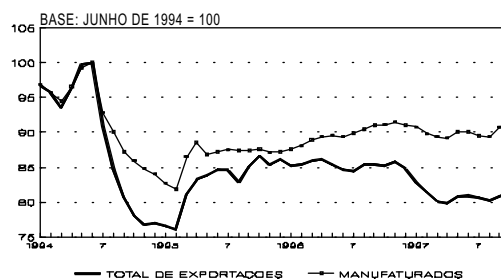
Obs.: 1993.1 - 1997.3 dados observados  
Fonte: IBGE. Elaboração: IPEA/DIPES.

GRÁFICO 3  
EMPREGO E SALÁRIO NA INDÚSTRIA PAULISTA



Fonte: Fiesp/Decad. Elaboração: IPEA/DIPES. Deflator: INPC/IBGE.  
Obs.: Salário médio e massa salarial reais.

GRÁFICO 4  
TAXA DE CÂMBIO EFETIVA REAL  
TOTAL DE EXPORTAÇÕES E MANUFATURADOS



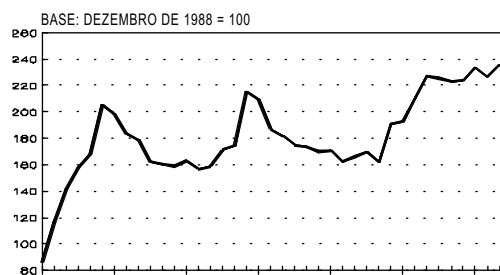
Fonte: IFS(FMI) e CE(FGV). Elaboração: IPEA/DIPES.  
Elaboração: IPEA/DIPES.  
Nota: Nova ponderação para 15 países.

QUADRO 3  
PRINCIPAIS ÍNDICES DE PREÇOS

ÍNDICES	VARIÇÃO (%)		
	SET/97	OUT/97	ACUM. 12 MESES
IPC-Fipe TOTAL	0,01	0,22	4,22
Alimentação	-0,02	0,68	0,63
Habituação	0,36	0,12	8,56
Serviços públicos residenciais	0,70	-0,09	16,81
Transportes	-0,22	-0,28	8,61
Vestuário	-1,97	-0,94	-4,71
IGP-DITOTAL	0,59	0,34	7,09
IPC TOTAL	0,17	0,29	6,79
Transportes	0,14	-0,07	8,87
Alimentação	-0,32	0,44	1,83
Vestuário	-0,79	0,25	-2,45
IPA-OG	0,92	0,41	7,25
Produtos Agrícolas	2,39	0,83	13,26
Produtos Industriais	0,18	0,20	4,41

Fonte: Fipe e FGV. Elaboração: IPEA/DIPES.

GRÁFICO 5  
EVOLUÇÃO REAL DA BASE MONETÁRIA  
MÉDIA DOS SALDOS DIÁRIOS



Fonte: Bacen. Elaboração: IPEA/DIPES. Deflator: IGP-DI/FGV.

QUADRO 4  
COMÉRCIO VAREJISTA EM SP: ÍNDICES DE FATURAMENTO REAL  
SÉRIES DESSAZONALIZADAS - BASE: MÉDIA DE 1994 = 100

PERÍODO	CONSUMO GERAL	BENS DURÁVEIS		BENS SEMI-DURÁVEIS	BENS NÃO-DURÁVEIS
		VEÍCULOS	OUTROS		
1996 I	92,1	67,8	109,8	105,2	99,3
II	95,3	74,4	110,2	107,6	99,9
III	96,3	79,1	110,5	107,6	100,0
IV	94,8	78,4	105,1	102,2	100,1
1997 I	93,9	82,5	103,5	96,6	97,2
II	93,4	80,6	100,8	102,1	97,5
III	85,2	71,6	90,3	85,8	96,1
1997 Julho	86,4	74,2	87,2	92,5	98,7
Agosto	83,1	64,0	91,8	82,6	97,0
Setembro	86,1	76,5	91,9	82,4	92,6
Outubro	88,0	76,7	93,7	84,4	95,8

Fonte: FCESP. Elaboração: IPEA/DIPES.

Nota: Índices de faturamento nominal da FCESP deflacionados pelo IPCA-SP (IBGE)

QUADRO 5  
BALANÇA COMERCIAL BRASILEIRA — 1996/97

DISCRIMINAÇÃO	US\$ MILHÕES		VARIÇÃO PERCENTUAL
	JAN./OUT. 1996	JAN./OUT. 1997	
EXPORTAÇÕES	40.046	44.478	11,07
Básicos	10.194	12.837	25,93
Industrializados	29.171	30.943	6,07
Semimanufaturados	7.227	7.032	-2,70
Manufaturados	21.944	23.911	8,96
Transações Especiais	681	698	2,50
IMPORTAÇÕES	42.946	51.334	19,53
Mat. Prima e Prod. Inter.	20.344	23.480	15,41
Comb. e Lubrificantes	4.954	4.857	-1,96
Bens de Capital	9.917	13.466	35,79
Bens de Consumo	7.731	9.531	23,28
Não-Duráveis	4.151	4.655	12,14
Duráveis	3.580	4.876	36,20
Automóveis	1.200	2.069	72,42
Outros	2.380	2.806	17,90
SALDO COMERCIAL	-2.900	-6.856	136,41

Fonte: MICT/CTIC & MIN. FAZENDA/COEST. Elaboração: IPEA/DIPES.

QUADRO 6  
PRINCIPAIS TRIBUTOS ADMINISTRADOS PELA SRF - 1996/97  
EM R\$ MILHÕES DE OUTUBRO DE 1997

PERÍODO	IR	IRPJ	IPi	CPMF	CONTRIBUIÇÕES SOCIAIS	RECEITA ADMINISTRADA PELA SRF
OUTUBRO 96	2.624	801	1.450	0	3.069	8.204
SETEMBRO 97	2.763	1.026	1.530	580	2.861	8.807
OUTUBRO 97	3.187	1.111	1.424	719	2.904	9.411
OUT.97/SET.97	15,3%	8,2%	-6,9%	24,0%	1,5%	6,9%
OUT.97/OUT.96	21,5%	38,7%	-1,8%	-	-5,4%	14,7%
ACUMULADO 96	29.404	11.020	13.658	1	28.990	81.428
ACUMULADO 97	29.561	10.495	14.066	5.633	28.444	88.152
ACUM. 97/96	0,5%	-4,8%	3,0%	-	-1,9%	8,3%

Fonte: Secretaria da Receita Federal. Elaboração: IPEA/DIPES. Deflator: IGP-DI.

QUADRO 7  
TESOURO NACIONAL: NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO - 1996/97  
EM R\$ BILHÕES DE OUTUBRO DE 1997

DISCRIMINAÇÃO	SET. 1997	OUT. 1997	OUT.97/SET.97	ACUM. ATÉ OUT. 1996	
				1996	1997
RECEITA TOTAL	8,72	9,40	7,75%	81,71	89,77
DESPESA TOTAL	9,31	8,57	-7,93%	76,51	83,48
DESPESAS VINCULADAS	3,04	2,97	-2,10%	23,73	26,67
DESPESAS ORDINÁRIAS	6,27	5,60	-10,76%	52,78	56,81
Pessoal e Encargos	4,22	3,15	-25,29%	35,49	
Outros Custeios e Invest.	1,93	2,32	20,18%	14,09	
Operações Oficiais de Crédito	0,06	0,10	80,78%	1,08	
Restos a Pagar	0,06	0,02	-71,73%	2,12	
RESULTADO PRIMÁRIO	-0,59	0,83	-	5,20	
RESULTADO OPERACIONAL	-2,04	-0,90	-	-5,35	

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração: IPEA/DIPES. Deflator: IGP-DI.

US\$ 9,5 bilhões em outubro, valores que já incorporam a revisão das importações de agosto (- US\$ 60 milhões). Esta estabilização do déficit comercial indica que até o final do ano ele não deve ultrapassar o nível de US\$ 10 bilhões, e as recentes medidas de política monetária e fiscal devem levar a uma queda substancial nos primeiros meses do próximo ano.

A principal contribuição para esta melhoria recente do déficit vem sendo dada pelas exportações de manufaturados, que alcançaram o seu maior valor mensal no último mês de outubro, US\$ 2,9 bilhões, com crescimento de nada menos que 29,2% em relação ao mesmo mês de 1996. No acumulado do ano o crescimento já é de 9%, desempenho superior a todas as expectativas. A desaceleração do crescimento decorrente das recentes alterações de política econômica deve representar um estímulo adicional às exportações destes produtos. Além disso, a criação do seguro de exportação, o aumento das linhas de crédito do Proex e a maior atratividade dos ACC's completam um quadro favorável a um crescimento mais rápido das exportações, que no entanto deverão encontrar uma demanda mundial menos favorável e maior concorrência de produtos asiáticos, após a desvalorização de grande parte das moedas da região.

Quanto às exportações de produtos básicos, seu crescimento no acumulado do ano é bastante elevado, de 25,9% até outubro, mas na margem elas já mostram uma reversão, tendo apresentado queda de 5% no mês em relação ao mesmo mês de 1996. O bom desempenho concentrou-se basicamente em soja e café, que acumulam no ano crescimento de, respectivamente, 144% e 75%. Já os semimanufaturados permanecem com queda de 0,4% no acumulado do ano e de 4,5% no acumulado em 12 meses. Desta forma, as exportações totais alcançaram, no acumulado do ano até outubro, US\$ 44,5 bilhões, com crescimento de 11% em relação a 1996 e de 8,8% no acumulado em 12 meses.

As importações mostram uma clara desaceleração ante o ritmo observado até meados do ano. Até outubro elas alcançaram US\$ 51,4 bilhões, com crescimento de 19,6%, enquanto em abril o crescimento no acumulado do ano havia alcançado um máximo de 26,3%. As recentes medidas de política econômica devem reforçar esta desaceleração, podendo provocar inclusive queda das importações nos primeiros meses de 1998, na comparação com os mesmos meses de 1997. O crescimento continua sendo mais intenso nos bens de capital e nos bens de consumo duráveis, que tiveram variação no acumulado do ano de, respectivamente, 35,8% e 36,2%. É digno de nota que, na comparação de outubro com o mesmo mês do ano passado, os bens de capital tiveram crescimento de 24,6%, enquanto os bens de consumo duráveis tiveram queda de 11,4%, fazendo com que as importações tivessem crescimento, na mesma comparação, de apenas 2,3%, a taxa mais baixa desde meados de 1996.

A balança de serviços teve déficit de US\$ 3,2 bilhões em outubro, alcançando no acumulado do ano US\$ 21,4 bilhões, com crescimento de 25,5% em relação ao mesmo período do ano passado. As maiores contribuições para o crescimento do déficit de serviços no acumulado do ano vêm das contas de viagens internacionais (27%), transportes (48,5%), lucros e dividendos (168%) e serviços diversos (16,6%). Quanto à conta de juros, esta registra queda de 1,4%, não por conta de uma queda das despesas, que tiveram elevação de 8,4%, mas de um grande aumento das receitas de juros, que tiveram crescimento no período de 42%. Quanto ao impacto das medidas de política econômica, pode-se esperar uma melhora substancial apenas na conta de viagens internacionais, mais sensível ao nível de renda; nas demais, o efeito deve ser reduzido, especialmente juros e transportes. De fato, a conta de serviços já contribui com mais de 3% do PIB para o déficit em conta corrente, e é improvável que venha a reduzir muito esta contribuição a curto prazo.

O aumento dos déficits comercial e de serviços e a redução das transferências unilaterais (queda de 26% no acumulado até outubro) elevaram o déficit em transações correntes no período para US\$ 26,5 bilhões, já superior ao observado em todo o ano passado, e correspondente a 4,07% do PIB.

Apesar da crise ocorrida na última semana de outubro, a captação

bruta de recursos externos no mês alcançou US\$ 14,9 bilhões, com crescimento de 100% em relação ao mesmo mês de 1996. O crescimento foi mais intenso nos investimentos, em especial os diretos, com entradas líquidas de US\$ 2,4 bilhões, um recorde histórico. No acumulado do ano estes investimentos já alcançam US\$ 14,1 bilhões. Outra modalidade de captação que se elevou de forma substancial foram os financiamentos, por conta do maior volume de financiamentos de importação com prazo superior a 1 ano. O total de entradas de capital (valores brutos) no país alcançou US\$ 106 bilhões até outubro, valor 79% superior ao observado no mesmo período de 1996.

A taxa de paridade real/dólar teve desvalorização de 0,1% no mês de outubro, o que, conjugado com a desvalorização de 0,7% do dólar ante as principais moedas internacionais, levou a uma desvalorização de 0,8% da taxa de câmbio efetiva real, considerando-se o total das exportações. A valorização desde outubro do ano passado é de 4,4%, e desde junho de 1994 é de 18,6%. Considerando-se apenas as exportações de manufaturados para efeito de ponderação, a desvalorização da taxa efetiva foi de 1%, eliminando a valorização existente na comparação com o ano passado e acumulando desde junho de 1994 uma valorização de apenas 8,4%.

## **Política Monetária e Fiscal**

A partir do final de outubro, na esteira da crise gerada nos países asiáticos que culminou com o ataque especulativo em Hong Kong e a elevação dos juros determinada pela autoridade monetária daquele país, o mercado financeiro nacional passou a exibir um grau bastante elevado de instabilidade.

A crise das bolsas de valores provocou uma forte elevação da remuneração dos títulos brasileiros soberanos no exterior (os *bradies*), em função da necessidade de liquidez das instituições internacionais que, através de sua realização, buscavam cobertura para as perdas sofridas em diversos mercados. Combinada com o aumento das cotações do dólar futuro no mercado doméstico, esta elevação da taxa de retorno dos *bradies* resultou em significativa queda na remuneração dos ativos denominados em real *vis-à-vis* os ativos denominados em dólar, desencadeando um movimento de fuga dos primeiros em direção aos últimos.

Diante deste fato, a relativa cautela mantida até setembro pelos formuladores da política econômica — que se refletia, basicamente, na manutenção da TBC em 1,58% a.m. e na venda sistemática de Títulos Públicos Federais (TPFs) indexados à variação cambial — foi substituída por uma ação sincronizada em três flancos: elevação abrupta das taxas de juros — onde a TBC praticamente dobrou, passando a situar-se em 3,05% a.m. —, mudança na regulamentação do mercado cambial — com a eliminação da remuneração do excedente, depositado no Banco Central, da carteira de dólares das instituições financeiras — e, finalmente, o lançamento de um pacote fiscal compreendendo 51 medidas (e que objetiva uma economia de R\$ 20 bilhões ao erário público em 1998, conforme discutido mais adiante).

Através da última medida busca-se reduzir a absorção doméstica e sinalizar ao mercado a disposição do governo quanto à manutenção da política cambial vigente, enquanto pelas duas primeiras restringe-se o poder de fogo das instituições financeiras com a promoção, por um lado, do encarecimento de suas posições compradas em dólares e, por outro, de uma perda do valor atual em suas carteiras de ativos.

No mercado de reservas bancárias, a pressão contracionista derivada da forte demanda por dólares foi contrabalançada pela compra pelo Banco Central de TPFs e cessão de recursos via assistência financeira de liquidez, o que permitiu uma trajetória de continuidade da política cambial sem um aumento ainda mais pronunciado das taxas de juros. No cômputo geral do mês de outubro, a base monetária sofreu pressões contracionistas não apenas das operações com o setor externo (-R\$ 7,9 bilhões), mas ainda dos depósitos compulsórios das instituições financeiras e fundos de investimento (-R\$ 1,4 bilhão), como reflexo da maior procura dos investidores por CDBs. Atuando

---

de forma expansionista destacaram-se a assistência financeira de liquidez (R\$ 6,6 bilhões), as operações com TPF (R\$ 3,8 bilhões) e as operações com o Tesouro Nacional (R\$ 342 milhões). Com esses resultados, a base monetária em outubro, no conceito de média dos dias úteis, expandiu-se em 1,9%, ao passo que o M1 cresceu 2,5%.

Em relação aos agregados mais amplos, o M2, o M3 e o M4 tiveram expansões, em outubro, de 0,3, 0,73 e 1,75%, respectivamente. Considerando os últimos doze meses essas variações foram de 33,2, 33,4 e 25,5%, muito acima, portanto, da inflação do período.

Se os dados relativos aos agregados monetários sugerem um certo relaxamento da política monetária nesse período, os indicadores relativos aos créditos normais ofertados pelo sistema financeiro apontam na direção contrária: a variação entre setembro e agosto dos créditos destinados ao setor privado foi negativa para todos os subsetores, exclusive indústria (habitação, rural, comércio e pessoas físicas).

Dentre as perspectivas para 1998, a estratégia da política monetária anunciada pelo Banco Central envolve uma queda gradual das taxas de juros ao longo do ano – e que já começou a ser sinalizada (a TBC para dezembro será de 2,9%). O compromisso com esta estratégia, no entanto, depende de que a implementação do “pacote fiscal” venha a ter sucesso como fator de credibilidade da política econômica e, portanto, de atração dos recursos externos necessários à cobertura dos futuros déficits em transações correntes, que apesar de declinantes ainda permanecerão elevados. Por outro lado, em contraposição aos esforços do governo, a crise no cenário externo vem se acirrando, com o envolvimento também da Coreia e o aumento das preocupações quanto ao real grau de fragilidade do sistema financeiro japonês. A quebra da Yamaichi, uma das maiores corretoras do Japão, coloca dúvidas sobre o impacto global que um aprofundamento da crise no Japão poderia produzir, principalmente sobre os mercados emergentes. Esse binômio, fundamentos econômicos e quadro externo, tem gerado muitas incertezas para os investidores, refletidas na alta volatilidade do mercado de câmbio futuro.

As recentes medidas fiscais propostas pelo governo ante a instabilidade econômica generalizada representam um passo decisivo no sentido de acelerar a redução do déficit público e procuram substituir a estratégia de ajuste gradual e permanente das contas públicas, que vinha sendo perseguida desde a implantação do programa de estabilização, por outra que se inicia a partir de um repentino choque fiscal. É preciso destacar, assim, que a adoção das medidas constantes do recente pacote fiscal não elimina a necessidade (mas, pelo contrário, procura acelerar) de aprovação das reformas estruturais que ainda tramitam no congresso.

Por outro lado, merece destaque também o fato de que caso as medidas fiscais (embutidas nos cortes de gastos e nas alterações tributárias previstas) não resultem numa economia estimada de 2,5% do PIB, esta ainda assim será suficiente para fazer frente ao aumento das despesas com encargos da dívida resultante da elevação das taxas de juros internas.

Finalmente, no que diz respeito ao ajustamento estrutural das contas públicas, deve-se mencionar que, embora grande parte das medidas propostas seja de caráter transitório, o conjunto de medidas relativas a estados e municípios — que restringe as possibilidades de endividamento destes às posições alcançadas em 30 de setembro último — produzirá um forte estímulo para a obtenção de um equilíbrio fiscal permanente: através destas medidas ficam vedadas as contratações de operações ARO pelos estados que já tiverem suas atuais operações adquiridas pela CEF, enquanto, ao mesmo tempo, deixam de existir limites por instituição ao endividamento de longo prazo (que passa a ser consolidado para o conjunto de todas as instituições constituintes do sistema financeiro nacional).

A arrecadação dos tributos administrados pela Secretaria da Receita Federal (SRF) atingiu, em outubro, R\$ 9,4 bilhões, apresentando crescimento real de 14,7% em relação a outubro de 1996. No período janeiro outubro de 1997, a arrecadação totalizou R\$ 88,2 bilhões, a preços de outubro, com crescimento real de 8,3% em relação ao mesmo período de 1996. Descontando-se a arrecadação da CPMF,

inexistente em 1996 e com valor registrado em outubro de R\$ 719 milhões (o que elevou o montante acumulado no ano para R\$ 5,6 bilhões), o crescimento da arrecadação reduz-se a 5,9% em relação a outubro de 1996 e a 1,3% em relação ao montante acumulado até outubro do ano passado.

O desempenho da arrecadação em outubro derivou, em primeiro lugar, da ocorrência de cinco semanas de fato gerador, o que contribuiu para o crescimento real da arrecadação dos tributos com recolhimento semanal: o IOF apresentou crescimento de 39,3% em relação a outubro de 1996 seguido pelo IRRF com crescimento de 14,3%.

O segundo fator que contribuiu positivamente para o crescimento da arrecadação em outubro foi o bom desempenho da arrecadação do IRPJ com a elevação de 38,7% em relação ao mesmo mês do ano passado. Este resultado está associado ao recolhimento relativo ao balanço trimestral encerrado em setembro e à incidência do adicional de 10% sobre os recolhimentos mensais por estimativa das empresas cujo lucro presumido ou arbitrado exceder R\$ 20 mil, sem correspondência no ano passado. Ainda assim, o montante arrecadado pelo IRPJ ao longo de 1997 é 4,8% inferior ao recolhimento feito até outubro de 1996.

As despesas fiscais do Tesouro Nacional totalizaram R\$ 8,6 bilhões em outubro, o que significa um crescimento real de 9,8% em relação ao montante registrado em outubro de 1996. Observe-se que todas as rubricas apresentaram crescimento, em termos reais, com exceção das despesas com pessoal e encargos, que caíram 4%, e dos restos a pagar com queda de 24%.

As despesas acumuladas até outubro de 1997 totalizaram R\$ 83,5 bilhões com crescimento de 9,1% em relação ao mesmo período do ano anterior. Este desempenho das despesas em 1997 está associado ao aumento dos gastos com outros custeios e investimento (31,5%). Como quase a metade desta rubrica corresponde ao repasse de recursos para a saúde, esse aumento pode ser atribuído em parte à vinculação dessas despesas com a arrecadação da CPMF, inexistente em 1996.

Como resultado do bom desempenho da arrecadação em outubro, o Tesouro Nacional voltou a apresentar superávit primário no valor de R\$ 828 milhões. O superávit acumulado no ano atingiu R\$ 6,3 bilhões, 20,9% superior aos R\$ 5,2 bilhões registrados no mesmo período de 1996.

Em outubro, o superávit primário não foi suficiente para fazer face às obrigações líquidas com juros reais (R\$ 1,7 bilhão), registrando-se um déficit operacional de R\$ 899 milhões no mês, inferior aos R\$ 1,4 bilhão registrados em outubro de 1996. O déficit operacional acumulado até outubro atingiu, a preços deste mês, R\$ 7 bilhões, sendo 30,2% superior, em termos reais, ao registrado no mesmo período de 1996 (R\$ 5,3 bilhões).

As Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP), calculadas pelo Banco Central pelo conceito abaixo da linha, apontam para um déficit nominal acumulado em 12 meses até setembro, de 4,60% do PIB para o governo consolidado, o que representa uma significativa melhora em relação aos 6,08% acumulados em 1996. A melhora mais significativa ocorreu nos estados e municípios, que registraram um déficit de 2,13% do PIB contra 2,81% do PIB acumulados em 1996.

O resultado primário, que exclui as despesas com juros e correções monetária e cambial, apresentou um superávit no período considerado de 0,68% do PIB para o governo consolidado, contra um déficit de 0,09% do PIB acumulado em 1996. Destacam-se os estados e municípios que conseguiram equilibrar o seu orçamento no período considerado, evidenciando um esforço de ajuste quando se leva em consideração que, em 1996, estes acumularam um déficit primário de 0,57% do PIB. As empresas estatais também apresentaram significativa melhora em seu resultado primário, registrando um superávit acumulado em 12 meses até setembro de 0,56% do PIB, enquanto o governo central mostrou uma pequena deterioração no seu resultado primário, gerando um superávit de apenas 0,12% do PIB.

estabilização, baseada em ajustes graduais do câmbio e do déficit público paralelamente às transformações estruturais derivadas da abertura comercial e das privatizações, os últimos meses vinham revelando um panorama razoavelmente positivo: manutenção da atividade econômica em nível relativamente elevado, aceleração do crescimento das exportações de manufaturados e desaceleração do crescimento das importações e déficit fiscal declinante, ainda que as questões fundamentais relativas ao equilíbrio fiscal de longo prazo permanecessem na dependência das reformas estacionadas no Congresso.

No que se refere à atividade econômica, os dados são expressivos em indicar não apenas que o crescimento vinha se mantendo em ritmo adequado (embora inferior ao potencial), mas também que sua composição movia-se na direção desejada. Na composição do crescimento do PIB, por exemplo, para uma taxa acumulada de 3,5% até o terceiro trimestre, observa-se uma expansão de 5,5% na indústria e de 1,7% nos serviços. Esta situação contrasta com a observada em 1995 e 1996, quando a expansão dos serviços foi de 6,1% e 3,4%, respectivamente, enquanto a indústria crescia apenas 2,1% em 1995 e 2,5% em 1996. Para quem enxerga na defasagem cambial a expressão de um excesso de oferta no setor produtor de não-*tradeables* na economia (ou de excesso de demanda por bens *tradeables*), estes dados indicam que se caminhava gradualmente na direção de corrigir os desequilíbrios gerados pela valorização cambial do início do plano.

No interior da indústria, a desaceleração dos segmentos ligados à produção de bens de consumo duráveis (exceto automóveis) – responsável pela percepção de que a economia caminhava rumo à recessão – vinha sendo mais do que compensada pela expansão dos setores de bens de capital e bens intermediários, refletindo a aceleração dos investimentos na economia. De fato, uma revisão metodológica na forma como é calculada a taxa de investimento trimestral<sup>2</sup> revelou que a formação bruta de capital a preços constantes teria alcançado no terceiro trimestre deste ano 18,6% do PIB, a taxa mais elevada desta década, e que na média de quatro trimestres a taxa já estaria em 17,7% do PIB, contra 16,5% em 1996 e 16,7% em 1995.

Os elevados déficits em conta corrente, ainda que ao longo de 1997 tenham correspondido a uma elevação do investimento, e não a um excesso de consumo público ou privado como nos dois anos anteriores, tornaram o Brasil particularmente sensível aos efeitos da crise internacional. Mesmo desfrutando de posição privilegiada no conjunto dos países emergentes por sua capacidade de atrair investimentos diretos, inclusive em função do programa de privatizações, as necessidades de financiamento mostravam-se elevadas para um contexto de volatilidade tão alta nos mercados financeiros mundiais. Enquanto prevaleceu a percepção de que a crise – na sua rodada mais recente, iniciada com a queda da bolsa de Hong Kong – seria transitória, o governo enfrentou as pressões no mercado de câmbio reduzindo as reservas, que declinaram US\$ 8,3 bilhões em outubro. Num segundo momento, já diante de evidências de que a intensidade e duração da crise ultrapassavam em muito o antecipado, elevou radicalmente a taxa de juros – de 20,7% a.a. para 43,4% a.a. –, mas mesmo esta medida se mostraria insuficiente para reverter a fuga de capitais e a demanda por *hedge* nos mercados futuros, seja porque uma medida dessa natureza somente pode se sustentar por um período razoavelmente curto de tempo, seja pelo fato de que a situação externa continuou a deteriorar-se. O terceiro passo foi dado então com o anúncio de um abrangente conjunto de medidas destinadas a acelerar o ajuste fiscal ao longo do próximo ano, ao mesmo tempo em que aumentavam as pressões sobre o Congresso no sentido de votar as reformas ainda pendentes de modo a sinalizar com uma trajetória de prazo mais longo que aponte para a mudança do regime fiscal.

A importância da reação à crise externa não pode ser subestimada: a experiência brasileira é rica em exemplos de respostas inadequadas a choques externos que acabaram

produzindo conseqüências desastrosas de longo alcance. Foi assim após o primeiro choque do petróleo e, ainda nos anos 70, após o segundo choque do petróleo e a elevação das taxas de juros nos Estados Unidos. Nos dois casos, a partir da percepção de que os choques seriam transitórios, foram esboçadas reações que vi-savam sustentar os níveis de demanda agregada ao mesmo tempo em que se buscavam ajustes pelo lado da oferta. Em ambos os casos, a sustentação da demanda agregada resultou da ampliação do déficit público: no primeiro choque do petróleo através dos investimentos públicos que formaram a base do II PND e que acabou gerando o endividamento externo da segunda metade dos anos 70. No caso do segundo aumento dos preços do petróleo e do choque dos juros, a sustentação da demanda deu-se através de uma política de subsídios à produção agrícola e de expansão do gasto público que acabaram determinando a aceleração da inflação num contexto de variações prefixadas para o câmbio e correção monetária que resultaram em taxas de juros reais negativas.

Na crise atual, a demonstração do comprometimento do governo com a estabilidade e a disposição de eventualmente arcar com os custos de uma forte desaceleração do crescimento tornam-se ainda mais significativas quando se considera que o país encontra-se às vésperas de uma campanha eleitoral. A questão fiscal representa o principal desequilíbrio macroeconômico subjacente à atual situação de vulnerabilidade ante o choque externo. A possibilidade de prosseguir com a atual estratégia de estabilização baseada no ajuste estrutural da economia, evitando assim uma desvalorização do real, depende crucialmente da capacidade de acelerar as mudanças que conduzam a uma redução permanente do déficit público e ao aumento da poupança doméstica requerida para financiar o esforço de investimento que vem ganhando corpo com as privatizações e concessões de serviços públicos.

Os efeitos das medidas propostas pelo governo sobre a economia no próximo ano dependerão fundamentalmente da percepção dos investidores externos quanto à consistência do ajuste fiscal: quanto mais favorável essa percepção, mais rápida será a velocidade com que os capitais externos voltarão a financiar o país, e mais rápida também a queda dos juros. A estratégia de ajustes graduais, diante da radical alteração no cenário externo, teve que ser substituída por outra baseada na aplicação de um choque fiscal combinado a uma ênfase renovada na aprovação das reformas estruturais. No campo das medidas com efeito no curto prazo destacam-se aquelas voltadas para o corte dos gastos programados para o ano que vem, as alterações propostas sobre a tributação e as medidas que restringem a capacidade de endividamento de estados e municípios. Em seu conjunto, e dentro das limitações legais e constitucionais existentes, as medidas que compõem o pacote fiscal visam, juntamente com a elevação da taxa de juros, a uma redução da absorção interna necessária para fazer frente ao novo cenário externo de financiamento mais escasso. Ao mesmo tempo, constituem um sinal importante de que a estratégia de ajustamento ao choque externo não repetirá os erros do passado, mantendo a trajetória de ajuste estrutural de forma consistente com o equilíbrio macroeconômico.

1 Ver IPEA, *Carta de Conjuntura* n° 74, agosto de 1994.

2 O *Boletim Conjuntural* n° 39 do IPEA, de outubro de 1997, já antecipava essas mudanças em seu *Panorama Conjuntural*.

## Carta de Conjuntura IPEA

*Dados disponíveis até 26.11.97*

Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada - IPEA  
Diretoria de Pesquisa  
Av. Presidente Antonio Carlos, 51 - 16º andar  
CEP: 20020-010 - Rio de Janeiro - RJ  
Tel.: (021) 220-5533 - Fax: (021) 240-1920  
E-Mail: dipes@alpha.ipea.gov.br - <http://www.ipea.gov.br>