

Nº 82
AGO
1998

carta de conjuntura **ipea**

O CENÁRIO INTERNACIONAL

A situação internacional apresentou sensível deterioração nos últimos três meses, levando a um grau de tensão e volatilidade nos mercados externos em diversos sentidos bem mais grave do que se poderia prever quando do início dos problemas na Ásia no ano passado. Os países da região inicialmente afetados pela crise (Coréia do Sul, Indonésia, Tailândia e Malásia) ainda enfrentam um ciclo de deterioração de expectativas que aprofunda o processo de desvalorização dos ativos, levando à queda da produção e da renda na região como um todo. O socorro do FMI, útil num primeiro momento para debelar os focos iniciais de instabilidade, vem se mostrando insuficiente para reverter o processo: fica cada vez mais claro que o volume de recursos injetado na região e a imposição de medidas austeras de ajuste não estão cumprindo adequadamente a tarefa de recuperar a confiança dos investidores naqueles países. Além disso, a expectativa de que a crise pudesse ficar circunscrita a poucos países parece hoje irrealista: as projeções de crescimento para a economia mundial, que eram de 4,3% antes da crise, segundo o FMI, estão hoje mais próximas de 2%.

Grande parte da deterioração recente se deve à agregação de três países de grande peso no rol das economias em dificuldades. Por motivos diferentes, e ligados em grande parte a aspectos estruturais domésticos, Japão, China e Rússia sofrem conseqüências diretas e indiretas da crise iniciada no Leste Asiático, embora o próprio Japão (devido à desaceleração econômica, que restringiu um dos mais importantes mercados para as exportações dos países que entraram em crise) e a China (devido à rápida expansão de suas exportações, que deslocaram as dos demais países do continente) encontrem-se também indiretamente ligados à própria eclosão do processo em meados do ano passado.

O Japão já vinha enfrentando graves desequilíbrios domésticos há vários anos, desde a explosão da “bolha” especulativa do final dos anos 80. Uma expressão destes problemas foi a sensível redução de sua taxa de crescimento, que passou de uma média de 4,5% a.a. entre 1985 e 1991 para 1,2% a.a. entre 1992 e 1997. A grande exposição dos bancos japoneses nos

países asiáticos deteriorou ainda mais as suas já combalidas finanças. Além disso, com a crise dos “quatro tigres”, o país perdeu um grande mercado consumidor, cujo rápido crescimento vinha amortecendo o impacto da redução da demanda interna. Com isso, a situação da segunda economia do mundo se tornou virtualmente insustentável.

A China, embora ainda permaneça crescendo a taxas elevadas, apresenta sinais claros de perda de competitividade em relação aos países do Leste Asiático que desvalorizaram suas moedas,¹ e que são seus concorrentes diretos nos mercados internacionais, especialmente Indonésia, Malásia e Tailândia. Embora tenha passado a acenar com a possibilidade de também desvalorizar sua moeda, o que contribuiria para aprofundar ainda mais os problemas da região, a probabilidade de que isto venha a ocorrer é pequena. Em primeiro lugar, pelos efeitos iniciais negativos de uma desvalorização sobre o crescimento, especialmente num momento em que a questão do desemprego, na esteira do processo de reestruturação do setor produtivo estatal, passou a adquirir uma dimensão indesejada. Em segundo, pelos efeitos indiretos que esta medida teria sobre Hong Kong, eventualmente produzindo uma forte saída de recursos financeiros do território recentemente reincorporado ao resto do país.

A crise enfrentada pela Rússia tem duas dimensões: uma interna, específica ao país e associada ao difícil processo de transição para uma economia capitalista, e outra externa, decorrente da desaceleração do crescimento da economia mundial, que acabou por derrubar os preços da maioria das *commodities* nos mercados internacionais, e, em particular, do petróleo, que constitui sua principal fonte de divisas. Neste sentido, a crise da Rússia não é diferente das dificuldades que vêm sendo enfrentadas por outros países, como Venezuela, Chile ou México, onde as exportações (e, em alguns casos, as receitas fiscais) dependem fortemente de produtos cujos preços vêm caindo nos mercados internacionais. Altamente dependente de recursos externos - inclusive para financiar a dívida pública -, a Rússia se viu em sérias dificuldades com a piora das expectativas do mercado financeiro internacional após a crise asiática, e com mais intensidade depois do agravamento da situação no Japão, e não conseguiu sustentar o valor de sua

(cont. p. 8)

Atividade Econômica

A produção industrial de julho, segundo estimativa obtida com o *Indicador IPEA*, teria apresentado nova queda na comparação com o mês anterior. Em relação a julho do ano passado a redução teria sido de 2,7%, de modo que, no acumulado no ano até julho, a variação teria sido um pouco mais negativa do que em junho, passando de -0,2% para -0,3%.

Essa desaceleração da indústria nos últimos dois meses constitui uma quebra na trajetória de recuperação que vinha sendo observada desde o início do ano. De janeiro a maio, a indústria vinha apresentando taxas positivas de variação, acumulando um crescimento de 8,2% (após ajuste sazonal) em relação a dezembro de 1997. Por detrás dessa recuperação encontrava-se um desempenho excepcional em quase todos os segmentos: +20% de crescimento nos bens de capital, 22% nos duráveis e 10,2% nos não-duráveis. No caso dos duráveis, esse crescimento vinha sendo obscurecido pelas comparações com igual período do ano passado, que revelavam no acumulado do ano até maio queda de quase 20%. Apenas o segmento de bens intermediários, que comparativamente aos demais sofrera menos após a crise de outubro (caindo 4% em novembro e dezembro em relação a outubro, contra -10,7% para a indústria de transformação como um todo), não apresentou taxas muito elevadas de crescimento no período, com uma expansão de 4,2% na comparação de maio/98 com dezembro/97.

Nos últimos dois meses, no entanto, tanto os bens de capital quanto os bens não-duráveis apresentaram menor dinamismo: na comparação com o mês anterior, os bens de capital caíram 4% em junho e mantiveram-se estáveis em julho (na série com ajuste sazonal), enquanto os não-duráveis, que em junho haviam caído 2,3%, em julho teriam apresentado uma nova queda, de 10,2%. Os bens duráveis apresentam fortes quedas em junho e julho: -4,1% e -7,8%, respectivamente.

Os componentes do *Indicador IPEA* em julho revelam um quadro fortemente influenciado pela indústria automobilística, cuja produção declinou quase 7% em julho, em termos dessazonalizados, em comparação com junho, e 24% em relação a julho de 1997. Os demais indicadores apresentam, em geral, crescimento: aço, 2,7% em relação a junho e 5,6% em comparação com julho de 1997; papelão ondulado, 0,7% em relação a junho e -3,6% frente a julho de 1997; e consumo de óleo diesel, 1,3% e 8,1%, respectivamente. A produção de cimento, que entra no modelo com uma defasagem, apresentou queda de 1,2% em junho em relação a maio (pelo segundo mês consecutivo), mas crescimento de 8,2% em comparação com junho de 1997. Os resultados da indústria em junho (IBGE) e o com-

portamento estimado pelo *Indicador IPEA* em julho mostram que o cenário com o qual se trabalhava, em que a recuperação do início do ano receberia impulso adicional a partir do final do segundo/início do terceiro trimestre, deverá se realizar com um *lag* maior do que o antecipado. O cenário projetado continua, portanto, com a perspectiva de recuperação do crescimento, só que defasado de aproximadamente um trimestre. O desemprego ainda elevado e a queda na massa real de rendimentos do trabalho (que acumula redução de 6,5% desde o início do ano até maio, em termos dessazonalizados), além das restrições ao crédito associadas a taxas de juros ainda elevadas para o consumidor, parecem ser fatores relevantes que se retroalimentam no sentido de dificultar a recuperação do consumo deprimido. De fato, resultado preliminar da Fcesp indica queda de 4,3% nas vendas físicas e de 2,6% no faturamento real do comércio em julho, com relação a junho. A recuperação do consumo deverá ser, portanto, mais lenta do que o esperado.

Embora a recuperação da produção dos primeiros cinco meses do ano tenha perdido dinamismo no último bimestre, as projeções de crescimento para o ano não são afetadas de forma significativa: a relativa estabilidade esperada para o último trimestre do ano nas projeções anteriores é substituída por um pequeno crescimento naquele período, mantendo inalteradas as previsões para o ano: expansão de 1,6% para a indústria geral (1% na indústria de transformação) e de 1,9% para o PIB. Além disso, o IBGE deverá estar divulgando brevemente uma revisão do PIB do primeiro trimestre, bem como o resultado relativo ao segundo trimestre, com as novas alterações metodológicas que estão sendo implementadas, principalmente no que se refere à agropecuária e à indústria de transformação. Assim, no próximo mês, eventuais revisões das projeções para o restante do ano já estarão devidamente adaptadas à nova metodologia do PIB trimestral.

A taxa média de desemprego aberto, medida pela Pesquisa Mensal de Emprego (PME) do IBGE para as seis principais regiões metropolitanas do país, recuou de 8,2% em maio para 7,9% em junho, situando-se 1,8 ponto percentual acima da registrada em junho de 1997 (6,1%). Com o novo resultado, a média do primeiro semestre alcança 7,8%, contra 5,8% no mesmo período de 1997. Em termos dessazonalizados, a taxa de desemprego registrou o primeiro recuo neste ano, de 7,8% em maio para 7,5%, conforme mostra o Gráfico 3.

A expectativa para o resultado de julho, a ser divulgado pelo IBGE, é de uma taxa de desemprego igual ou ligeiramente inferior à de junho, com recuos mais expressivos esperados somente a partir de agosto, por conta de fatores sazonais e de uma retomada da atividade econômica a partir do final do terceiro trimestre.

Em junho, tanto a População Economicamente Ativa

(PEA) quanto a população ocupada apresentaram retração em relação a maio, de 0,7% e 0,3%, respectivamente. Com isso, o primeiro semestre do ano fechou com a perda de 80 mil postos de trabalho, puxada principalmente pelo comércio, onde houve queda de 110 mil ocupações no período. Na construção civil e na indústria de transformação também houve retração do pessoal ocupado, mas de menor intensidade (32 mil e 13 mil postos, respectivamente), enquanto o setor de serviços continua com significativa criação de novas ocupações: 115 mil no período considerado.

Em relação à região metropolitana de São Paulo, segundo a Fundação Seade, a taxa de desemprego total passou de 19% em junho para 18,9% em julho, ante os 15,7% no mesmo mês do ano passado, enquanto o desemprego aberto caiu de 12,3% em junho para 12,1%, contra 10,2% em julho de 1997. Quando descontados os fatores sazonais, houve elevação de ambas as taxas de desemprego: de 18,1% para 18,5%, no desemprego total; e de 11,7% para 11,9%, no desemprego aberto.

No que diz respeito aos rendimentos, segundo a PME, em maio o rendimento médio real apresentou queda tanto em relação ao mesmo mês do ano passado quanto na série dessazonalizada. Em relação à comparação com maio do ano passado, os rendimentos foram 3,4% menores, influenciados principalmente pela queda dos rendimentos dos trabalhadores por conta própria (-9,4%) e sem carteira (-4%), enquanto os trabalhadores com carteira mantiveram estáveis seus rendimentos (-0,05%). A retração salarial observada no segmento informal do mercado de trabalho (trabalhadores sem carteira e conta própria) decorre da elevação do desemprego e conseqüente ajuste do mercado via salários, iniciado justamente pelos setores onde há maior flexibilidade. Na série dessazonalizada, observa-se queda dos rendimentos médios desde o início do ano, sendo que o mês de maio foi o que apresentou variação mais negativa (-3%), levando a uma retração acumulada de 7,1% no ano até maio.

Assim como para os rendimentos, a massa salarial real, em maio, calculada com base nos dados da PME, mostra retração tanto em relação ao mesmo período do ano passado quanto ao período imediatamente anterior. Na comparação mensal, a massa salarial foi 3,1% mais baixa que a de maio de 1997 e, em termos dessazonalizados (Gráfico 3), ela recuou 2,3%, acumulando retração de 6,5% ao longo do ano até maio.

Inflação Os índices de preços mostraram deflação em julho, determinada principalmente pelo fim dos aumentos que pressionaram a inflação durante o segundo trimestre do ano. A entrada no mercado da terceira safra de feijão, que proporcionou uma queda no preço do produto; a estabilização do preço do ar-

roz para o consumidor, a exemplo do que já havia ocorrido no atacado em junho; e a queda sazonal do grupo vestuário, na ausência de novas pressões importantes, levaram todos os índices a apresentar variação negativa em julho. O IPC-Fipe caiu 0,77%, o IGP-DI, 0,38% e o INPC-IBGE, 0,28%. Com isso, o índice combinado (média dos três) ficou em -0,48% em julho, passando a acumular apenas 2,87% em 12 meses, nível que se esperava alcançar apenas no final do ano. Outros itens que contribuíram para a deflação de julho foram os equipamentos eletroeletrônicos e aparelhos de imagem e som, que voltaram à sua tendência de queda de preços, após dois meses de alta.

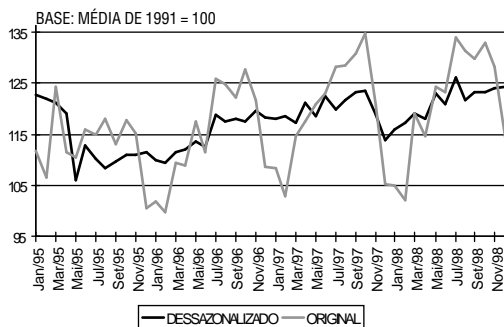
Com relação aos preços no atacado, medidos pelo IPA, tanto os preços agrícolas quanto os industriais tiveram variação negativa em julho (-1,38% e -0,22%, respectivamente, resultando numa variação de -0,61% para o IPA). O IPA-agrícola passou a apresentar variação negativa no acumulado do ano (-0,51%), em função de condições climáticas favoráveis e da queda nos preços internacionais das *commodities*, apontando para a possibilidade de terminar o ano com taxa próxima à dos demais índices, ao contrário do ocorrido em 1996 e 1997. Assim, pode-se esperar que o IPA termine o ano com variação ainda menor que os 3,30% acumulados em 12 meses até julho.

Os índices de preços ao consumidor devem manter os fatores que propiciaram a deflação de julho, de modo que se pode esperar nova deflação em agosto, a exemplo do que aconteceu também em agosto do ano passado. A partir de setembro, a queda sazonal dos preços do vestuário deve cessar, o que deve levar a variações positivas, embora bastante pequenas, dos índices mensais, uma vez que não se espera nenhuma nova pressão. Com isso, teríamos índices acumulados entre 2,5% e 3% ao final do ano.

Setor Externo O comportamento das contas externas nos últimos tempos vem sendo claramente dominado pelas repercussões da crise internacional, especialmente com relação aos fluxos de capital. Em agosto, as pressões externas provocaram uma saída significativa de recursos de curto prazo e trouxeram maiores dificuldades para a captação de empréstimos externos, além de forte saída de investimentos estrangeiros das bolsas de valores. Este movimento levou o governo a adotar um conjunto de medidas de estímulo à entrada de capitais: permissão para aplicação de 100% dos recursos da “63 caipira” em títulos públicos indexados ao dólar; redução do prazo mínimo de captação de empréstimos para 1 ano, e para seis meses no caso de renovação; e permissão para o adiamento de aplicações externas no país (com isenção de IOF) destinadas posteriormente à participação em privatizações e concessões. Essas medidas, junta-

INDICADORES, ESTIMATIVAS E PREVISÕES / IPEA

GRÁFICO 1
INDICADORES DA PRODUÇÃO INDUSTRIAL



Fonte: IBGE (PIM-PF). Previsões: IPEA/DIPES. (a partir de julho/98)

QUADRO 1
PRODUÇÃO INDUSTRIAL

TAXA DE VARIAÇÃO ACUMULADA NO ANO (%)

CLASSES DE INDUSTRIAS	EFETIVA (1998)		PREVISTA (1998)	
	MAIO	JUNHO	SETEMBRO	DEZEMBRO
Indústria Geral	-0,2	-0,2	0,8	1,6
Extrativa Mineral	8,6	8,6	5,8	6,0
Transformação	-1,0	-0,9	0,2	1,1

CATEGORIAS DE USO

Bens de Capital	7,9	6,1	6,3	6,0
Bens intermediários	-0,2	0,0	1,0	1,8
Bens de Consumo	-3,8	-3,5	0,1	1,1
Duráveis	-19,0	-18,7	-12,4	-9,4
Não-Duráveis	1,3	1,6	4,0	4,3

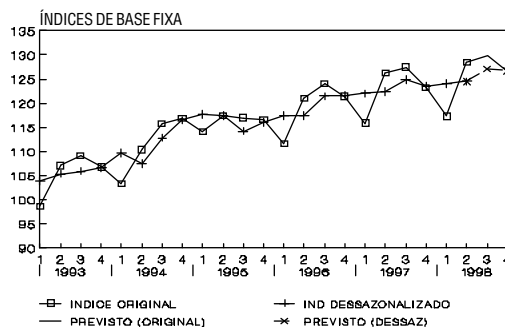
Fonte: IBGE (PIM-PF). Previsões: IPEA/DIPES.

QUADRO 2
PRODUTO INTERNO BRUTO
TAXA DE VARIAÇÃO ACUMULADA NO ANO (%)

PIB e SETORES DE ATIVIDADE	OBSERVADO		ESTIMADO		PREVISTO	
	1997.III	1997.IV	1998.I	1998.II	1998.III	1998.IV
PIB	3,5	3,2	1,2	1,4	1,6	1,9
Agropecuário	1,8	1,9	-1,1	0,4	0,5	-0,8
Lavouras	3,0	2,8	-4,4	-1,0	-0,3	-1,7
Produção Animal	-0,9	-0,1	5,2	4,2	2,7	1,0
Indústria	6,3	5,5	1,6	1,7	2,1	2,4
Transformação	5,3	4,1	-0,9	-0,7	0,3	1,2
Construção Civil	8,5	8,5	5,3	4,8	4,1	3,6
Demais	6,5	6,4	6,4	7,8	7,4	6,6
Serviços	2,1	2,0	1,3	1,4	1,5	1,9
Comércio	2,3	1,7	1,6	1,5	1,0	1,5
Transporte	3,6	4,5	8,3	4,9	4,4	3,4
Demais	1,0	0,5	0,5	0,9	1,2	1,9

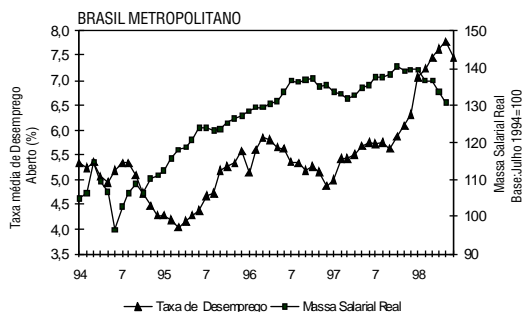
Fonte: IBGE. Elaboração: IPEA/DIPES.

GRÁFICO 2
PRODUTO INTERNO BRUTO



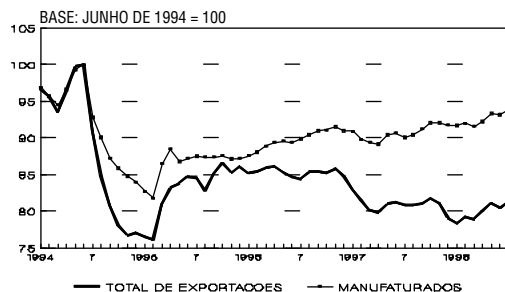
Obs.: 1993.1 - 1998.1 dados observados
Fonte: IBGE. Elaboração: IPEA/DIPES.

GRÁFICO 3
DESEMPREGO E MASSA SALARIAL REAL



Fonte: PME/IBGE. Elaboração: IPEA/DIPES.
Obs.: Séries Dessazonalizadas

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



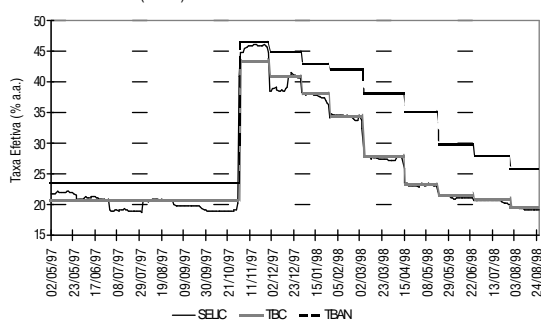
Fonte: IFS(FMI) e CE(FGV) Elaboração: IPEA/DIPES.
Elaboração: IPEA/DIPES.
Nota: Nova ponderação para 15 países.

QUADRO 3
PRINCIPAIS ÍNDICES DE PREÇOS

ÍNDICES	VARIACÃO (%)		
	JUNHO/98	JULHO/98	ACUM. 12 MESES
IPC-Fipe TOTAL	0,19	-0,77	0,96
Alimentação	-0,19	-1,48	2,37
Semi-elaborados	0,95	-1,53	9,20
Produtos in natura	-3,69	-3,60	-3,19
Habitação	0,23	-0,26	1,16
Vestuário	2,20	-1,90	-7,09
IGP-DI TOTAL	0,28	-0,38	3,59
IPC TOTAL	0,41	-0,25	3,59
Alimentação	-0,43	-1,07	3,30
Habitação	1,40	0,01	5,47
Vestuário	-0,73	-0,46	-8,08
IPA-OG	0,17	-0,61	3,30
Produtos Agrícolas	0,15	-1,38	7,34
Produtos Industriais	0,18	-0,22	1,27

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

GRÁFICO 5
TAXAS DE JUROS - SELIC, TBC e TBAN
TAXA EFETIVA (% a.a.)



Fonte: Andima e Bacen. Elaboração: IPEA/DIPES.

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		
1997 I	94,2	83,5	102,9	97,7	97,6
II	92,2	80,0	99,4	99,4	97,4
III	85,3	70,7	91,2	86,0	95,7
IV	82,0	61,5	89,8	81,0	94,2
1998 I	83,1	57,3	93,6	82,2	100,2
II	85,4	57,0	96,6	76,5	107,6
1998 Março	80,8	57,3	91,2	79,3	96,9
Abril	86,9	63,9	95,8	74,8	105,7
Mai	82,9	54,7	92,3	79,9	106,8
Junho	86,3	52,4	101,5	75,0	110,4

Fonte: FCESP. Elaboração: IPEA/DIPES.

QUADRO 5
BALANÇA COMERCIAL BRASILEIRA — 1997/98
US\$ MILHÕES

DISCRIMINAÇÃO	JAN./JUN.		VARIACÃO PERCENTUAL
	1997	1998	
EXPORTAÇÕES	24.787	25.968	4,76
Básicos	7.519	6.698	-10,92
Industrializados	16.852	18.900	12,15
Semimanufaturados	3.917	4.119	5,16
Manufaturados	12.935	14.781	14,27
Transações Especiais	416	370	-11,06
IMPORTAÇÕES	28.529	27.970	-1,96
Mat. Prima e Prod. Inter.	12.936	13.137	1,55
Comb. e Lubrificantes	2.815	2.312	-17,87
Bens de Capital	7.263	7.418	2,13
Bens de Consumo	5.515	5.103	-7,47
Não-Duráveis	2.739	2.655	-3,07
Duráveis	2.776	2.448	-11,82
Automóveis	1.135	1.232	8,55
Outros	1.641	1.216	-25,90
SALDO COMERCIAL	-3.742	-2.002	-46,50

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

QUADRO 6
PRINCIPAIS TRIBUTOS ADMINISTRADOS PELA SRF - 1997/98
EM R\$ MILHÕES DE JULHO DE 1998

PERÍODO	IR	IRPJ	IPI	CPMF	CONTRIBUIÇÕES SOCIAIS	RECEITA ADMINISTRADA PELA SRF
JULHO 97	3.344	1.118	1.389	784	2.830	9.542
JUNHO 98	2.872	748	1.410	607	2.586	8.610
JULHO 98	4.214	1.075	1.324	744	2.717	10.183
JUL.98/JUN.98	46,7%	43,7%	-6,1%	22,7%	5,1%	18,3%
JUL.98/JUL.97	26,0%	-3,9%	-4,7%	-5,1%	-4,0%	6,7%
ACUM. 97	21.543	7.640	9.917	3.848	20.491	63.130
ACUM. 98	27.015	8.139	9.503	4.628	19.352	68.636
ACUM. 98/97	25,4%	6,5%	-4,2%	20,2%	-5,6%	8,7%

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

QUADRO 7
NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO DO GOVERNO CENTRAL 1997/98 (*)
FLUXOS MENSAIS EM R\$ MILHÕES DE JULHO DE 1998

DISCRIMINAÇÃO	ABR.		MAI.		JAN-MAI	
	1997	1997	1998	1998	1997	1998
RECEITA TOTAL	14.140	13.179	15.797	13.430	66.810	76.262
Receita do Tesouro	10.582	9.552	12.263	9.625	48.890	57.841
Receitas do INSS	3.558	3.626	3.534	3.805	17.920	18.421
DESPESAS	12.613	13.200	14.313	13.993	64.098	73.120
TRANSFERÊNCIAS A ESTADOS E MUNICÍPIOS	2.195	2.230	2.591	2.415	10.705	12.353
DESPESAS DA ADM. FEDERAL	10.418	10.970	11.722	11.578	53.393	60.767
Pessoal e Encargos	3.282	3.418	3.435	3.321	17.453	19.582
Benefícios Previdenciários	3.614	3.663	3.994	3.992	18.157	20.204
Despesa de Custeio e de Capital	3.152	3.327	3.814	3.701	15.169	18.362
Outras	370	561	480	565	2.614	2.318
RESULTADO PRIMÁRIO	-1.527	21	-1.484	564	-2.712	-3.142
JUROS NOMINAIS	1.780	1.780	4.288	3.766	9.044	18.776
RESULTADO NOMINAL	253	1.801	2.804	4.330	6.331	15.634

* Inclui Tesouro Nacional, Previdência Social e Banco Central.
Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional; Banco Central, Secretaria de Política Econômica; Ministério da Previdência. Elaboração: IPEA/DIPES. (-) = superávit, (+) = déficit

mente com a internalização dos recursos para a compra da Telebrás e outros investimentos, deve minimizar a perda de reservas no mês.

Parece claro que este comportamento recente não está ligado diretamente a uma deterioração de expectativas em relação ao país, mas sim a um agravamento da conjuntura econômica internacional. Isto porque as contas externas do país vinham apresentando uma suave tendência de melhoria do lado das transações correntes, de modo que o déficit no acumulado em 12 meses até julho ficou em 3,94% do PIB – idêntico ao saldo acumulado até julho de 1997 —, mostrando pequena melhora em relação aos meses anteriores. Do lado da balança comercial, o resultado continua melhorando, com o déficit nos primeiros sete meses do ano sendo 46% inferior ao do mesmo período de 1997, ficando em US\$ 2,4 bilhões. Vale ressaltar, no entanto, que o desempenho das exportações mostra grande perda de dinamismo, com o crescimento no acumulado do ano ficando em 3%, após ter sido de 11% em todo o ano de 1997. A queda de 3,4% das importações no ano, porém, garante a redução do déficit, sendo digno de nota que, nos últimos meses, todas as categorias de uso vêm registrando queda, inclusive os bens de capital e bens intermediários.

Por outro lado, observa-se uma virtual estabilidade do déficit da balança de serviços, que foi de US\$ 14,8 bilhões até julho. Os serviços não-fatores mostram queda em todos os componentes, especialmente em transportes e viagens internacionais, refletindo a desaceleração da atividade econômica. Mas o crescimento de 5% das despesas líquidas com juros, alcançando US\$ 5,6 bilhões no acumulado do ano, revela um importante componente estrutural do atual déficit externo, que o faz menos sensível a alterações da política econômica. Isto explica por que o saldo em transações correntes vem mostrando resistência a uma queda mais acentuada, apesar da redução do déficit na comercialização de bens e serviços não-fatores.

Com relação aos fluxos de capitais, o fato mais importante refere-se à queda dos empréstimos de médio e longo prazos, principalmente quando comparados às entradas ocorridas nos primeiros meses do ano. Em julho as captações de bônus e *notes* foram de US\$ 685 milhões, uma queda forte em relação aos US\$ 2,6 bilhões de julho de 1997 e à média de US\$ 2,5 bilhões do primeiro semestre deste ano. Da mesma forma, os capitais de curto prazo tiveram saldo negativo de US\$ 1,6 bilhão em julho, basicamente por conta das amortizações relativas às “63 caipira”. O financiamento do déficit externo, no entanto, vem sendo garantido por um fluxo elevado de investimentos diretos e pela manutenção dos financiamentos de importação de médio e longo prazos. Os primeiros, em especial, tiveram saldo líquido em julho de US\$ 2,5 bilhões, acumulando US\$ 19,3 bilhões nos últimos 12

meses. Isso vinha garantindo a manutenção de um nível de reservas internacionais ainda bastante elevado, em torno de US\$ 70 bilhões no final de julho — embora cerca de US\$ 4 bilhões inferior ao pico observado em abril deste ano.

Os reflexos da crise externa sobre a economia brasileira vêm sendo sentidos mais intensamente nas bolsas de valores e nos mercados de títulos da dívida externa — a cotação dos C-bonds, títulos brasileiros de maior liquidez no mercado internacional, atingiu o nível de 55,6 no último dia 21, sexta-feira, com taxa de retorno de 16,6% a.a. — e, com menor intensidade, nos mercados domésticos de câmbio e juros. Conforme exposto no editorial desta Carta, a instabilidade repercute as dificuldades de recuperação dos países asiáticos, mais profundas do que o inicialmente esperado. A agregação das duas maiores economias da região, Japão e China, ao círculo de países em dificuldades diminui ainda mais as chances de uma recuperação rápida dos demais. Mais recentemente, o epicentro das incertezas vem sendo a Rússia, que se viu forçada a desvalorizar sua moeda e decretar moratória de 90 dias da dívida externa privada, além de reescalonar a dívida interna em condições desfavoráveis aos credores E, finalmente, a pressão sobre os países latino-americanos mais dependentes da exportação de *commodities*, como Venezuela, Chile e México, trouxe os elementos da crise para mais próximo do continente americano, aumentando o risco de contágio sobre as demais economias da região.

Políticas Monetária e Fiscal A execução da política monetária manteve-se ao longo de agosto na perspectiva de redução gradual das taxas de juros, inclusive como estratégia de apoio à redução do déficit fiscal, sem no entanto sacrificar o controle da liquidez. As tensões derivadas de um ambiente externo caracterizado por elevada volatilidade, no entanto, certamente têm tornado a conciliação destes objetivos uma tarefa complicada. Apesar da ligeira elevação nas últimas semanas, a reação moderada nos mercados de juros e câmbio futuros, mesmo após o acirramento das expectativas após a crise da Rússia, não parece indicar, até o momento, desconfiança quanto à capacidade da autoridade monetária de prosseguir com a estratégia preestabelecida.

A perspectiva de redução dos juros manifestou-se ao longo do mês na manutenção das taxas de juros *overnight* abaixo da TBC (ver gráfico 5): enquanto esta última permanecia em 19,75%, conforme definido na última reunião do Copom de meados de julho, aquela era gradativamente reduzida até alcançar 19,1% no final da terceira semana, sinalizando assim uma provável redução da TBC na próxima reunião do Copom, a ser realizada em 02/09. O controle da liquidez vem sendo feito “manualmente” através das operações diárias do Banco Central, que têm garantido uma situação de relativa folga no mercado sem, no entanto, escapar do

intervalo das metas trimestrais fixadas para os principais agregados: enquanto a base monetária, até junho, apresentava crescimento de 34% em 12 meses (para uma meta, no ponto médio, de 33%), o M1 crescia 15,4%, contra uma meta de 12,2% no ponto médio.

Os mercados futuros de câmbio e juros vêm reagindo de forma moderada à mudança recente no cenário externo. Ainda que, em relação ao início do mês, os últimos dias tenham registrado um deslocamento para cima na curva de rendimentos (conforme operações de *swap* Pré vs DI), da ordem de dois pontos percentuais nos vencimentos mais curtos e de cinco pontos percentuais nos mais longos, as taxas observadas ainda são bem inferiores, por exemplo, às registradas no início de junho. Comportamento semelhante vem sendo observado no mercado futuro de câmbio, em parte como reflexo da expectativa, anterior à deterioração do cenário internacional, de que agosto seria mesmo um mês com saídas fortes de recursos externos de curto prazo devido ao vencimento das operações sob o amparo da Res. 2.148 (as “63 caipiras”). Essas saídas seriam contrabalançadas por ingressos provenientes de operações de fusão, aquisição e privatização, de modo que o impacto sobre o nível das reservas deverá ser pequeno.

Além disso, em comparação com outubro do ano passado, as instituições financeiras se encontram bem menos alavancadas, de forma que a pressão por cobertura de margens diante da queda dos papéis brasileiros no exterior estaria sendo bem menor, o que alivia a situação no mercado cambial. Por fim, no que se refere ao mercado de juros, a presença dominante de papéis indexados à própria taxa de juros gera uma necessidade menor de *hedge* nos mercados futuros na medida em que transfere o risco de eventuais flutuações da taxa de juros para o próprio governo.

A participação relativa dos títulos indexados à taxa Selic na dívida mobiliária total ampliou-se de 21,1%, em maio, para 42,7%, em junho, enquanto os títulos prefixados reduziram sua participação de 55,6% para 35,1% (em setembro de 1997 essa composição era de 58,4% de títulos prefixados e 18,8% de títulos indexados à Selic). Tal recomposição buscou evitar que a continuidade da trajetória de queda nas taxas de juros básicas, iniciada em finais de 1997, pudesse ser comprometida devido à exigência, por parte dos demandantes de títulos públicos, de prêmios de risco mais elevados para a aquisição de papéis prefixados.

No curto prazo, dada uma expectativa de redução do atual patamar das taxas de juros, uma colocação maior de títulos pós-fixados deverá traduzir-se em menores despesas com juros nominais nos próximos meses. Todavia, caso essa tendência de elevação da parcela indexada da dívida mobiliária não seja revertida a médio prazo, essa situação poderá impor dificuldades adicionais à gestão das contas públicas na hipótese de necessidade de alteração futura da trajetória das taxas de juros.

Os primeiros reflexos do retorno do patamar dos juros internos aos níveis pré-crise asiática já se fizeram sentir nas despesas com juros nominais do governo consolidado. Segundo dados do Banco Central, em maio essas despesas atingiram R\$ 5,2 bilhões, contra R\$ 5,7 bilhões em abril. Contudo, mesmo diante desse fato, o déficit nominal se ampliou significativamente em relação a abril (+ 23%), chegando a atingir 6,52% do PIB no acumulado do ano. A expansão do déficit nominal em maio deveu-se, integralmente, à deterioração ocorrida nas contas primárias do governo consolidado, que passaram de um superávit de R\$ 869 milhões, em abril, para um déficit de R\$ 721 milhões em maio. Os piores resultados concentraram-se na União e nas empresas estatais, que apresentaram déficits de R\$ 318 milhões e R\$ 603 milhões, respectivamente. Os estados e municípios apresentaram uma melhora em seus resultados primários de maio obtendo um superávit de R\$ 199 milhões contra o déficit de R\$ 233 milhões de abril.

A deterioração do resultado primário da União esteve relacionada à forte queda da arrecadação fiscal de maio, relativamente ao mês anterior (23,25% em termos reais). Essa queda se deveu, principalmente, à ocorrência, em abril, de receitas atípicas (concessão de serviços de telecomunicações, recolhimento de saldos de depósitos abandonados em contas correntes bancárias etc.) que não se repetiram em maio. No que tange às despesas totais, como se pode ver pelo Quadro 7, essas decresceram 2,23%, em termos reais em maio, relativamente a abril. Porém, tal queda foi bem inferior à verificada nas receitas e, portanto, insuficiente para evitar o surgimento de um déficit primário de R\$ 563 milhões nas contas do governo central em maio.

As informações referentes à arrecadação administrada pela Secretaria da Receita Federal (SRF) para julho indicam uma elevação real das receitas de 18,3%, em relação a junho. Esse crescimento esteve associado, primeiramente, à alteração na sistemática de tributação dos fundos de renda fixa a partir de julho de 1998. Tal alteração, com efeito retroativo sobre os rendimentos obtidos no primeiro semestre, foi responsável pela elevação da arrecadação do IRRF- Rendimentos do Capital em R\$ 590 milhões. Adicionalmente, o pagamento da primeira cota ou da cota única do IRPJ e da CSLL, relativos à declaração de ajuste trimestral de julho, possibilitou um incremento real de 43,7% e 36,8%, respectivamente, nesses tributos. Com respeito a julho de 1997, as receitas administradas pela SRF apresentaram um crescimento real de 6,7%. Contudo, merece destaque o desempenho negativo do IPI (- 4,7%) e das Contribuições Sociais Totais (-4%), associado ao fraco desempenho da atividade econômica no ano corrente, e a queda de 18,5% na arrecadação do IOF, devido à redução de 15% para 6% da alíquota desse imposto incidente sobre as operações de crédito das pessoas físicas em julho de 1998.

moeda. De fato, as dificuldades econômicas do país – cujo produto interno vem caindo continuamente nos últimos anos – parecem estar ainda longe de uma solução definitiva, em virtude da fragilidade de suas instituições políticas e econômicas e da incapacidade do atual governo de viabilizar politicamente o conjunto de reformas necessárias.

A longo prazo, parece necessário aos países em crise a adoção de profundas reformas estruturais de forma a recolocá-los com segurança em uma nova trajetória de crescimento. Mas, a curto prazo, a solução da crise parece passar por uma ação coordenada dos países mais ricos, leia-se Estados Unidos e Europa, no sentido de sustentar os níveis de liquidez internacional e garantir o retorno dos fluxos de capitais aos países em crise, de forma a recuperar o valor de seus ativos e, portanto, a confiança na sua perspectiva de crescimento. Até agora, no entanto, estes países têm se mostrado pouco ativos na busca de soluções, e os recursos do FMI vêm se mostrando cada vez mais escassos e insuficientes. O caso da Rússia é exemplar neste sentido. Após receber diversas declarações de apoio dos países do G-7, que não pareciam dispostos a deixar um país politicamente importante chegar a uma situação crítica, a Rússia desvalorizou sua moeda, decretou moratória por 90 dias de sua dívida externa privada e promoveu uma renegociação compulsória de sua dívida pública interna (com desvalorização de cerca de 70% da dívida velha), sem receber qualquer apoio explícito dos países ricos.

Pode ser que esta atitude revele uma nova postura, de não mais socorrer os países em dificuldades e deixar que os investidores internacionais que se dispuseram a correr riscos incorram efetivamente em prejuízos, evitando assim o problema de “risco moral”. Entretanto, em um contexto de deterioração acelerada de expectativas e claros sinais de contágio em diversos países do mundo em desenvolvimento, esta estratégia pode ser extremamente arriscada e custosa para o equilíbrio econômico mundial. Se é verdade que os investidores tinham em mente algo como um “seguro implícito” ao aplicarem em países emergentes, a indicação da eventual perda deste seguro poderia gerar um movimento preventivo de redução de posições nestes países – atingindo com certeza a maioria deles –, provocando assim maiores necessidades de socorro oficial posteriormente. Neste raciocínio, esta estratégia não seria aconselhável no momento atual. O melhor seria garantir, através de uma ação coordenada dos países ricos, a solvência dos países mais diretamente afetados pelo atual quadro de dificuldades internacionais, ao mesmo tempo em que, daqui por diante, se passasse a implementar mecanismos mais efetivos e abrangentes de regulação dos fluxos internacionais de capital.

As implicações deste cenário para o Brasil envolvem, por um lado, os fluxos de capital e, por outro, a evolução do comércio internacional enquanto condicionante do crescimento das exportações. Do ponto de vista dos movimentos de capital, passados os primeiros efeitos da crise asiática, a rápida intervenção do FMI e as expectativas de recuperação da

região em curto espaço de tempo vinham permitindo, até abril deste ano, uma retomada dos fluxos para países emergentes, em especial para o Brasil, que acumulou no ano cerca de US\$ 22 bilhões de reservas até aquele mês. Nos últimos meses, porém, o volume de recursos externos para o país voltou a se reduzir, não só pela saída de recursos de curto prazo (por conta da queda dos juros), mas também pela queda dos empréstimos de médio e longo prazos e dos investimentos de *portfolio*. Com os eventos mais recentes, também a colocação de bônus brasileiros no exterior deverá ficar mais complicada durante um par de meses, por conta da elevação do *spread* cobrado.² O país vem contando, porém, com um grande volume de investimentos diretos (não apenas ligados às privatizações), o que vem permitindo a manutenção de um nível elevado e confortável de reservas e garantindo a maior parte do financiamento externo de que o país necessita ao longo deste ano.

Com relação às transações correntes, a manutenção de um déficit ainda elevado – em torno de 4% do PIB, e com leve tendência de queda nos últimos meses – se dá a despeito de uma substancial melhoria da balança comercial neste ano na comparação com o ano passado, cujo déficit caiu 46%. A balança de serviços não apresenta melhora equivalente devido ao significativo crescimento das despesas líquidas com pagamentos de juros e remessas de lucros e dividendos. Além disso, a melhoria da conta de comércio vem se dando, na margem, mais por conta da desaceleração das importações — que têm queda de 3,4% no acumulado do ano até julho — do que pela expansão das exportações — que cresceram apenas 3% no mesmo período. Este aspecto deriva, primordialmente, do efeito-renda causado pela desaceleração da economia mundial, e secundariamente também pelo efeito-preço, por conta das desvalorizações nos concorrentes asiáticos. Isto parece ter contribuído para reduzir o ímpeto do crescimento das exportações iniciado no ano passado, principalmente na pauta de manufaturados. Neste sentido, o anúncio a ser feito no início de setembro quanto a um conjunto amplo de medidas de apoio às exportações (PEE) será fundamental para revitalizar e expandir as vendas externas em meio a um quadro de expansão mais lenta do comércio internacional e de competição mais acirrada.

1 Mesmo na comparação com o dólar norte-americano, após a devalorização de 1994 a moeda chinesa já registra valorização real superior a 30 %

2 Um bom indicador disto é a queda forte da cotação dos C-bonds (bônus *Brady* de maior liquidez), cujo *spread* sobre os títulos norte-americanos já superou os 1.000 pontos-base, acima do observado durante o auge da crise asiática.

Carta de Conjuntura IPEA

Dados disponíveis até 26.08.98

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>