

AJUSTE MACROECONÔMICO E PERSPECTIVAS PARA 1999

Os últimos movimentos da política econômica brasileira, expressos na proposta de ajuste fiscal e na negociação da ajuda externa com o FMI e outras instituições internacionais, determinam de forma bastante objetiva a *mix* de políticas a ser implementado ao longo do ano que vem: política fiscal contracionista, política monetária gradativamente menos apertada e manutenção da atual política cambial. A determinação desse *mix* busca, fundamentalmente, garantir a consistência intertemporal da política econômica e, conseqüentemente, recuperar a credibilidade do país diante dos investidores internacionais, sinalizando dois aspectos considerados fundamentais.

Em primeiro lugar, que o governo evitará, a todo custo, a quebra das atuais regras da política de estabilização - a saber, a manutenção da desvalorização cambial no ritmo atual, sem movimentos inesperados, e a manutenção da abertura ao exterior, descartando a adoção de medidas heterodoxas, como os controles dos fluxos de capital. Em segundo lugar, procura-se estabelecer uma trajetória sustentável das contas públicas a longo prazo, com metas explícitas de geração de superávits primários, redução gradual e consistente das despesas com juros da dívida pública e compromisso com a aprovação de reformas estruturais que estabeleçam um novo regime fiscal no país e garantam a solvência a longo prazo do governo, entre as quais se destacam a reforma da previdência, a reforma tributária e a criação da Lei de Responsabilidade Fiscal.

Um aspecto fundamental a ser observado é que a fixação de metas para as políticas fiscal, monetária e cambial no ano que vem implica que duas outras variáveis fundamentais tenham seu comportamento endogeneizado, ficando portanto fora do controle direto do governo, exceto pela eventual adoção de medidas discricionárias.¹ São elas o nível da atividade econômica (e como conseqüência o nível de emprego) e o déficit em conta corrente. O primeiro certamente é encarado pelo governo e pelos próprios agentes econômicos como a principal variável de ajuste às novas condições macroeconômicas, sendo entendido como um custo a ser pago pela manutenção da estabilidade. Mas o segundo diz respeito a aspectos bem mais sensíveis da economia brasileira, que são a capacidade de financiamento externo e a sustentabilidade das

contas externas a longo prazo, e portanto seu resultado torna-se parte integrante do processo de recuperação da credibilidade do país.

Do lado do ajuste fiscal, no final do mês de outubro o governo apresentou de forma mais detalhada as propostas de redução de gastos e aumento de receitas públicas, cujo objetivo fundamental é promover uma drástica reversão na trajetória de deterioração das contas públicas que vinha se verificando desde o ano passado e que tendia a se aprofundar nos próximos anos, levando a uma trajetória explosiva da dívida pública. O Programa de Estabilização Fiscal prevê a geração de um superávit primário do governo consolidado de 2,6% do PIB em 1999, 2,8% em 2000 e 3% em 2001, permitindo manter a relação dívida/PIB em um nível inferior a 45%. O esforço fiscal é bastante concentrado na esfera federal, que deverá produzir um superávit primário de 1,8% do PIB, ou R\$ 16,4 bilhões, a partir de uma previsão de déficit de R\$ 11,6 bilhões para 1999, se não houvesse o ajuste.

Paralelamente, com o intuito de promover uma rápida estabilização do balanço de pagamentos, o governo brasileiro negociou um pacote de ajuda internacional no valor total de US\$ 41,5 bilhões, sendo cerca de US\$ 37 bilhões liberados ao longo dos próximos doze meses, dos quais cerca de US\$ 9 bilhões disponibilizados assim que o acordo for aprovado pela diretoria do FMI. O pacote conta também com a participação do Banco Mundial, BID, BIS e diversos países desenvolvidos, num esforço de coordenação que dá a medida da importância da estabilidade do Brasil para a contenção da crise financeira internacional.

Um fato importante dentro desse cenário de ajuste refere-se a que o acordo com o FMI estabelece um teto para o déficit nominal de 4,7% do PIB. Isso, na hipótese de cumprimento da meta fiscal de superávit primário de 2,6% do PIB para 1999, restringe as despesas com juros nominais a 7,3% do PIB, ou R\$ 66 bilhões, no ano que vem. Isso implica um limite máximo para a taxa de juros média no ano que vem substancialmente inferior aos níveis praticados correntemente.

Esse aspecto conduz à discussão sobre a velocidade de queda dos juros a partir dos níveis atuais e, principalmente, sobre o nível mínimo que estes poderiam alcançar. Quanto ao primeiro ponto, parece claro que a queda deve ser bastante rápida até o início do ano, permitindo a partir daí que a redução se dê em ritmo mais lento sem comprometer as metas fiscais para 1999. Com relação à segunda questão, é certo que o nível dos juros está diretamente condicionado pelo

(cont. p. 8)

Atividade Econômica

Dados divulgados pelo IBGE relativos ao PIB do terceiro trimestre mostram uma desaceleração maior que a esperada da atividade econômica. A taxa de crescimento do PIB acumulado no ano, na comparação com igual período do ano passado, caiu de 1,2% até o segundo trimestre para 0,8% até o terceiro, nível inferior à estimativa publicada em nosso *Boletim Conjuntural* de outubro, que era de 1,1%. Entre as atividades que compõem o PIB, a maior queda da taxa acumulada no ano entre o segundo e o terceiro trimestre foi da indústria (de 1,8% para 0%), em especial a indústria de transformação (de -1,4% para -2,4%). Os serviços mantiveram um ritmo de crescimento estável, em torno de 1%, enquanto o setor agropecuário acelerou sua expansão, de 0,9% até o segundo trimestre para 2,7% até o terceiro.

Após ter apresentado queda de 2,4% em setembro, a produção industrial, segundo estimativa obtida com o *Indicador IPEA*, teria registrado nova queda de 2% em outubro, na comparação dessazonalizada com o mês anterior. Este seria o quinto mês consecutivo de queda da produção industrial, representando um nível de produção 6,5% inferior ao do mês de maio, maior nível da série neste ano. Assim, observa-se que os meses seguintes à alta dos juros de setembro representam apenas uma aceleração do movimento de retração da produção industrial que já vinha se verificando anteriormente, embora ainda com taxas menos negativas que as verificadas no último bimestre do ano passado. A queda apontada teria atingido todas as categorias de uso. As mais afetadas seriam as de bens de consumo, tanto duráveis (-21,9%), como reflexo principalmente da queda verificada na indústria automobilística (de 27,7%), quanto não-duráveis (-5,9%), enquanto os bens de capital e os intermediários manteriam o ritmo de queda verificado em setembro (3,5% e 2,8%, respectivamente), sempre em relação ao mês anterior.

Na comparação com outubro do ano passado, a queda da produção industrial chegaria a 10,3%, o que é bastante significativo, mesmo considerando que a base de comparação é o nível mais alto da série histórica, com exceção de dezembro de 1994. Entre as categorias, destacam-se as quedas de bens de consumo duráveis (-44,7%) e bens de capital (-18,3%). A taxa de variação acumulada no ano prosseguiria sua trajetória de queda observada desde junho, atingindo -2,2% até outubro, contra -1,5% observado até setembro. Nessa base de comparação, os bens de capital apresentariam pequeno crescimento (+0,4%), enquanto os bens intermediários e os bens de consumo não-duráveis passariam a mostrar queda, de 1,3% e 2,6%, respectivamente. Os bens de consumo duráveis continuariam na sua trajetória de queda acentuada, atingindo 22,3%

no acumulado até outubro.

A previsão para a produção industrial para o ano é de queda de 1,5%, a qual atingiria todas as categorias de uso, com exceção dos bens de capital, que apresentariam estabilidade, após ser a única categoria a registrar crescimento até setembro (2,9%), na comparação com o mesmo período do ano passado. A retração para as demais categorias seria de -1% para os bens intermediários, -1,5% para os bens de consumo não-duráveis e -17,5% para os duráveis. Em termos de trajetória, esse resultado corresponde à queda de 1,5% no último trimestre do ano em termos dessazonalizados, após a retração de 1,4% verificada no terceiro trimestre, sempre em relação ao trimestre anterior. Para o primeiro trimestre de 1999, projeta-se uma queda de 0,9% em relação ao mesmo período desse ano. Em termos dessazonalizados, a trajetória seria de recuperação em relação ao último trimestre desse ano (+1,2%).

Considerando os dados divulgados para o PIB do terceiro trimestre e as atuais projeções para a produção industrial, nossa nova estimativa é de que o PIB tenha crescimento de 0,6% em 1998, puxado pelo setor de serviços, que teria expansão de 0,9%, enquanto a indústria apresentaria pequena queda (-0,2%), assim como a agropecuária, com decréscimo de 0,4%. Em termos dessazonalizados, esse resultado corresponde a uma virtual estabilidade (-0,1%) no quarto trimestre do ano, em relação ao terceiro. Para o próximo ano, projetamos uma queda do PIB de 1,5% no primeiro trimestre, quando comparado com o mesmo período do ano anterior. Na série com ajuste sazonal, isto corresponde a uma retração de 0,9% em relação ao quarto trimestre deste ano.

Em relação ao comércio, os dados da Fcesp para outubro apontam para uma elevação de 1% em relação a setembro, com ajuste sazonal, e para uma retração de 3,5% em relação a outubro do ano passado. Essa expansão do consumo de outubro em relação ao mês anterior é consequência da forte retração verificada em setembro (-6,6% dessazonalizado, um reflexo imediato da alta dos juros e pessimismo em relação à manutenção do emprego) e da expansão do faturamento dos bens de consumo não duráveis, com elevação de 6,2% em relação a setembro. Esse é, inclusive, o único setor que tem perspectivas positivas para o Natal, com expectativa de faturamento igual ou pouco superior ao de 1997, que havia sido 2,7% menor que o de 1996.

Esses resultados mostram uma perda de dinamismo da atividade econômica no último trimestre desse ano e, com maior intensidade, nos primeiros três meses de 1999, o que só deve ser revertido caso o governo obtenha sucesso na concretização do ajuste fiscal e do acordo com o FMI, o que poderia permitir uma redu-

ção rápida e significativa das taxas de juros atualmente em vigor. Sem isso, tornar-se-ia difícil superar a retração do consumo motivada pela alta inadimplência e pelo temor do desemprego. Também com relação ao investimento, é fundamental, do ponto de vista das expectativas dos empresários com relação ao longo prazo, a sinalização de que serão superados de forma definitiva os obstáculos ao crescimento da economia representados pela crise externa.

A taxa média de desemprego aberto, calculada pelo IBGE para as seis principais regiões metropolitanas do país, alcançou 7,45% em outubro, um pouco inferior à de setembro, que foi de 7,65%, e cerca de 1,7 ponto percentual acima da registrada em outubro de 1997 (5,71%). Em termos dessazonalizados, a taxa de desemprego mostrou estabilidade de setembro para outubro, situando-se em 7,63%, como mostra o Gráfico 3.

No que diz respeito aos próximos dois meses, espera-se que a taxa de desemprego sofra alguma queda, devido à sazonalidade favorável de fim de ano, mas bem menos intensa do que o habitual, em consequência da forte retração esperada para a atividade econômica neste último trimestre, de forma que a taxa média do ano, que atualmente é de 7,78%, deve situar-se em torno de 7,6%.

O nível de ocupação, que vinha aumentando desde agosto, apresentou retração de 0,2% em outubro, o equivalente à perda de cerca de 33 mil ocupações. Em relação ao mesmo mês do ano passado, o nível de emprego também é menor, com menos 73 mil pessoas ocupadas. O único setor com criação expressiva de novas ocupações em comparação a outubro do ano passado é o de serviços, com mais 132 mil ocupações, enquanto a construção civil apresentou virtual estabilidade, com menos 3 mil postos e a indústria e o comércio fecharam 218 mil e 51 mil vagas, respectivamente.

De janeiro até outubro contabiliza-se aumento de 98 mil postos de trabalho, sendo que o setor de serviços foi novamente o único a contribuir positivamente para esse resultado, com a criação de 256 mil ocupações no período, enquanto os outros setores fecharam vagas. O comércio foi o que mais dispensou trabalhadores desde janeiro (104 mil), seguido da indústria (52 mil) e da construção civil (40 mil).

Quanto aos rendimentos, segundo a Pesquisa Mensal de Emprego (PME), em setembro o rendimento médio real apresentou retração de 2,5% em relação ao mesmo mês do ano passado, influenciado principalmente pela diminuição dos rendimentos da categoria de trabalhadores por conta própria, com perda de 6,6%, e dos empregadores, com perda de 6,4%, enquanto os trabalhadores com carteira apresentaram

perda de rendimentos menos intensa (-3,2%) e os trabalhadores sem carteira foram os únicos com ganhos de rendimento nessa comparação (+1,9%). Em relação a agosto, com ajuste sazonal, o rendimento médio apresentou elevação de 1%, sendo que de janeiro até setembro registra-se uma queda acumulada de 3,8%.

A massa salarial real, calculada com base nos dados de emprego e rendimento da PME, retraiu-se 2,1% em setembro, em comparação com o mesmo mês do ano anterior e, em termos dessazonalizados, apresentou expansão de 1,2% em relação a agosto. No período janeiro a setembro, no entanto, tem-se uma retração acumulada de 3% (Gráfico 3).

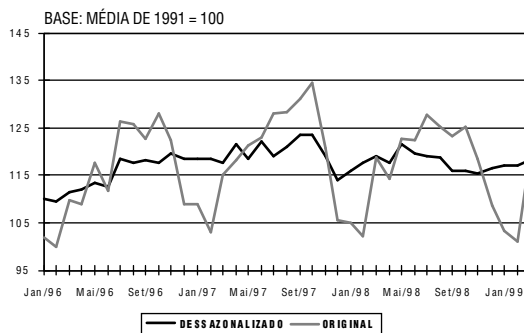
Inflação Os índices de preços ao consumidor apresentaram pequena variação positiva em outubro, enquanto o Índice de Preços no Atacado (IPA) continuou mostrando deflação. A volta da inflação nos preços ao consumidor, após três meses de deflação, é reflexo de aumento na alimentação, localizado em alguns poucos produtos, como feijão, arroz, cebola e alface, e também no vestuário, em função dos lançamentos das coleções de verão. O IPC-Fipe teve variação de 0,02% e o INPC-IBGE, de 0,11%. O IGP-DI ainda teve queda, de 0,03%, em função do comportamento dos preços no atacado, o que levou a variação do índice combinado (média dos três) para 0,03% em outubro e para 1,75% no acumulado de 12 meses.

O IPA apresentou variação negativa (-0,19%), refletindo quedas tanto nos preços industriais (-0,08%) quanto nos agrícolas (-0,39%). Esse comportamento do IPA-industrial reflete uma estabilidade geral de preços na indústria, onde praticamente todos os gêneros apresentaram variações, para cima ou para baixo, menores que 0,5%. A queda do IPA-agrícola se deve a fortes reduções nos itens raízes e tubérculos (-10,29%) e lavouras para exportação (-3,71%). Esse último item apresenta uma queda, em consequência da redução dos preços internacionais das *commodities*, de 30,12% nos últimos 12 meses, sendo responsável pela queda acentuada da taxa acumulada pelo IPA-agrícola, de 17,71% em 1997 para 5,31% nos 12 meses encerrados em outubro.

O índice da Fipe para a terceira quadrissemana de novembro aponta para uma nova deflação, como consequência de quedas de preços de alguns alimentos que haviam aumentado em outubro e também do vestuário. Assim, esse índice deve fechar o ano com variação em torno de -1%. Os demais índices devem ter taxas próximas de zero nos últimos meses do ano, o que levaria o índice combinado a acumular menos de 1% no ano de 1998, o que poderia se repetir em 1999, caso não ocorram alterações significativas em preços-chave da economia.

INDICADORES, ESTIMATIVAS E PREVISÕES / IPEA

GRÁFICO 1
INDICADORES DA PRODUÇÃO INDUSTRIAL



QUADRO 1
PRODUÇÃO INDUSTRIAL
TAXA DE VARIÇÃO ACUMULADA NO ANO (%)

CLASSES DE INDUSTRIAS	EFETIVA (1998)		PREVISTA (1998) (1999)	
	AGOSTO	SETEMBRO	DEZEMBRO	MARÇO
Indústria Geral	-0,9	-1,5	-1,5	-0,9
Extrativa Mineral	9,3	9,6	10,8	7,5
Transformação	-1,8	-2,4	-2,6	-1,8
CATEGORIAS DE USO				
Bens de Capital	4,7	2,8	0,0	-9,1
Bens intermediários	-0,2	-0,6	-1,0	-2,9
Bens de Consumo	-4,8	-5,4	-5,2	-1,3
Duráveis	-8,9	-19,5	-17,5	0,2
Não-Duráveis	-0,3	-0,9	-1,5	-1,6

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

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

PIB E SETORES DE ATIVIDADE	OBSERVADO				PREVISTO	
	1997.IV	1998.I	1998.II	1998.III	1998.IV	1999.I
PIB	3,5	0,9	1,2	0,8	0,6	-1,5
Agropecuário	2,7	-3,3	0,9	2,7	-0,4	-1,0
Lavouras	3,7	-4,3	4,7	3,5	1,0	9,9
Produção Animal	-0,4	0,5	-1,8	4,0	-1,4	-18,9
Indústria	5,5	1,6	1,8	0,0	-0,2	-1,8
Transformação	4,2	-1,2	-1,4	-2,4	-2,8	-1,8
Construção Civil	8,5	5,6	5,0	3,4	3,6	-3,6
Demais	6,1	5,7	5,4	4,9	4,9	5,7
Serviços	1,7	0,9	0,9	1,0	0,9	-1,4
Comércio	3,9	-3,0	-2,0	-2,6	-2,5	-16,0
Transporte	4,5	8,8	7,7	8,2	6,7	3,1
Demais	1,4	1,2	1,1	1,3	1,4	1,2

Fonte: IBGE. Elaboração: IPEA/DIPES.

GRÁFICO 2
PRODUTO INTERNO BRUTO

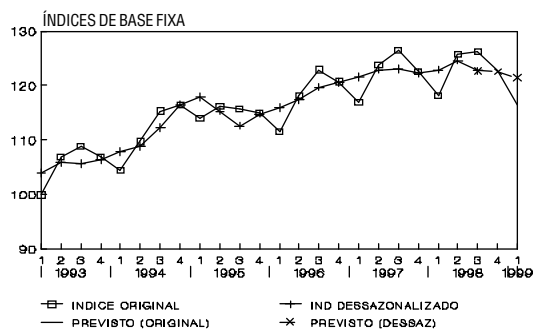


GRÁFICO 3
DESEMPREGO E MASSA SALARIAL REAL

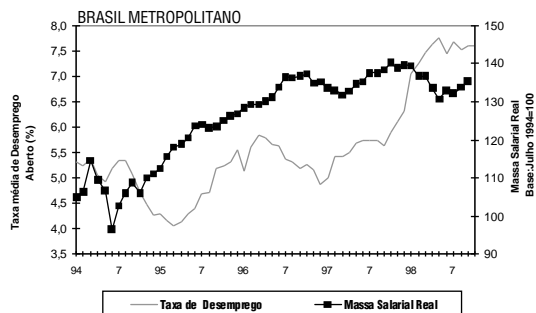
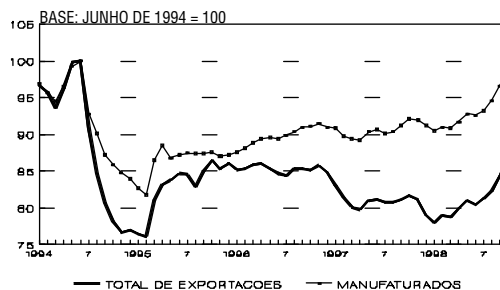


GRÁFICO 4
TAXA DE CÂMBIO EFETIVA REAL
TOTAL DE EXPORTAÇÕES E MANUFATURADOS

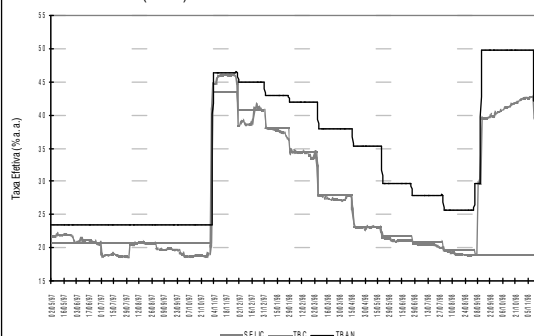


QUADRO 3
PRINCIPAIS ÍNDICES DE PREÇOS

ÍNDICES	VARIÇÃO (%)		
	SETEMBRO/98	OUTUBRO/98	ACUM. 12 MESES
IPC-Fipe TOTAL	-0,66	0,02	-0,16
Alimentação	-0,14	0,32	1,94
Semi-elaborados	0,72	0,98	8,90
Produtos in natura	-0,82	1,93	-2,62
Habitação	-0,18	-0,13	-0,12
Vestuário	-5,01	0,17	-7,09
IGP-DI TOTAL	-0,02	-0,03	2,45
IPC TOTAL	-0,17	0,20	2,89
Alimentação	0,06	0,41	3,63
Habitação	0,14	0,18	4,69
Vestuário	-1,91	0,94	-7,73
IPA-OG	0,06	-0,19	1,92
Produtos Agrícolas	0,82	-0,39	5,31
Produtos Industriais	-0,31	-0,08	0,23

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 Julho	85,8	58,7	96,1	73,6	110,2
Agosto	88,2	59,5	103,7	74,2	109,2
Setembro	82,4	49,6	94,4	77,2	108,1
Outubro	83,2	42,3	100,8	68,5	114,8

Fonte: FCESP. Elaboração: IPEA/DIPES.

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

DISCRIMINAÇÃO	JAN./SET. 1997	JAN./SET. 1998	VARIÇÃO PERCENTUAL
EXPORTAÇÕES	39.689	39.460	-0,58
Básicos	11.784	10.383	-11,89
Industrializados	27.271	28.559	4,72
Semimanufaturados	6.283	6.186	-1,54
Manufaturados	20.988	22.373	6,60
Transações Especiais	634	518	-18,30
IMPORTAÇÕES	45.466	43.266	-4,84
Mat. Prima e Prod. Inter.	20.791	20.419	-1,79
Comb. e Lubrificantes	4.263	3.267	-23,36
Bens de Capital	11.842	11.567	-2,32
Bens de Consumo	8.570	8.013	-6,50
Não-Duráveis	4.141	4.074	-1,62
Duráveis	4.429	3.939	-11,06
Automóveis	1.907	2.048	7,39
Outros	2.522	1.891	-25,02
SALDO COMERCIAL	5.777	3.806	-34,12

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

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

PERÍODO	IR	IRPJ	IPI	CPMF	CONTRIBUIÇÕES SOCIAIS	RECEITA ADMINISTRADA PELA SRF
OUTUBRO 97	3.264	1.136	1.457	736	2.974	9.640
SETEMBRO 98	3.630	679	1.363	818	2.586	9.563
OUTUBRO 98	3.358	1.057	1.347	632	2.812	9.234
OUT.98 / SET.98	-7,5%	55,6%	-1,1%	-22,7%	8,8%	-3,4%
OUT.98 / OUT.97	2,9%	-6,9%	-7,6%	-14,1%	-5,4%	-4,2%
ACUM. 97	30.283	10.750	14.409	5.771	29.140	90.307
ACUM. 98	37.942	10.927	13.497	6.707	28.165	97.682
ACUM. 98/97	25,3%	1,6%	-6,3%	16,2%	-3,3%	8,2%

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

QUADRO 7
NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO DO TESOUREIRO NACIONAL 1997/98
FLUXOS MENSIAIS EM R\$ MILHÕES DE OUTUBRO DE 1998

DISCRIMINAÇÃO	AGO. 1997	SET. 1997	AGO. 1998	SET. 1998	JAN-SET 1997	JAN-SET 1998	JAN-SET 98 / JAN-SET 97
Receita Total	10.248	9.516	16.419	9.871	87.369	103.070	17,97%
Despesas	8.423	10.104	10.592	10.061	82.936	93.559	12,81%
Transferências a Estados e Municípios	1.859	2.503	2.365	2.282	18.480	20.618	11,57%
Desp. da Adm. Federal	6.430	7.495	7.920	7.624	63.176	71.322	12,89%
Pessoal e Encargos	3.143	3.278	3.640	3.576	31.532	34.815	10,41%
Despesas de Custeio e de Capital	2.902	3.507	3.625	3.623	27.861	32.874	17,99%
Outras	518	816	961	580	5.064	5.254	3,76%
Resultado Primário (II-I)	-1.825	588	-5.827	191	-4.433	-9.511	114,55%

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração: IPEA/DIPES. (-) = superávit, (+) = déficit

Setor Externo

A situação das contas externas no mês de outubro mostrou sinais de melhora após a grande instabilidade observada nos meses anteriores, principalmente quanto aos fluxos de capital. A perda de reservas no mês foi relativamente pequena comparada com os mais de US\$ 10 bilhões do mês de setembro, e o fluxo de saída de capitais via câmbio flutuante também se reduziu bastante. Certamente, um importante fator para a tranquilização do quadro foi a negociação do acordo com o FMI, diversas instituições multilaterais de crédito e um grupo de países desenvolvidos. O volume negociado de US\$ 41,5 bilhões e o interesse demonstrado pelos países ricos em sustentar a estabilidade brasileira aumentaram substancialmente o risco de novas apostas contra o câmbio, e praticamente eliminaram o risco de uma crise cambial nos próximos meses.

De fato, o cronograma de liberação de recursos prevê um aporte total de US\$ 37 bilhões até o final de 1999, sendo que, desse total, cerca de US\$ 9 bilhões estarão disponíveis imediatamente após a aprovação do acordo pela diretoria do FMI. O acordo prevê um conjunto de metas de política econômica, entre as quais se destaca o déficit público no conceito nominal, cujo valor máximo em 1999 seria de 4,7% do PIB. Quanto às contas externas, não há meta explícita, mas o memorando de política econômica enviado pelo governo brasileiro ao FMI indica que o déficit em conta corrente poderia se reduzir para cerca de 3,5% do PIB no próximo ano, e se manteria neste nível nos anos seguintes. Sendo assim, espera-se que a assinatura do acordo e a efetivação do ajuste fiscal permitam a retomada do financiamento externo voluntário em níveis relativamente elevados, embora a grande fonte de recursos externos deva continuar sendo os investimentos diretos.

Com relação à política cambial brasileira, o aspecto mais importante refere-se à recente desvalorização do dólar no mercado internacional, que de acordo com o índice de cesta de moedas calculado pelo GAC já acumula 2,3% desde janeiro. Com isso, a taxa de câmbio efetiva real registrou desvalorização de 3% no mês de outubro, acumulando 11,8% desde janeiro (ver Gráfico 4). Em relação a junho de 1994, a valorização acumulada reduziu-se para 12,8% e, quando se considera a taxa efetiva para as exportações de manufaturados, a valorização é de apenas 1,3%. Mantidas a atual política cambial, a desvalorização do dólar e a inflação baixa no país, a valorização seria virtualmente eliminada ao final do próximo ano, o que poderia contribuir de forma decisiva para o ajustamento do setor externo.

Os dados da balança comercial desagregada, dos fluxos de capitais e do saldo em transações correntes ainda não estavam disponíveis quando da elaboração desta carta. Os dados preliminares da balança comercial de outubro, contudo, mostram um déficit de US\$ 472 milhões no mês, bastante inferior ao do mesmo mês de 1997, levando o acumulado no ano a

US\$ 4,3 bilhões e, em 12 meses, a US\$ 6,1 bilhões. O desempenho favorável da balança comercial em relação ao ano anterior continua se devendo à queda das importações, de 5,3% no acumulado do ano, refletindo o forte impacto da contração do nível de atividade. Isso porque as exportações apresentam queda de 1% no acumulado do ano, e em 12 meses o crescimento é de apenas 0,7%.

Esse resultado reflete uma perda gradativa de dinamismo das exportações nos últimos tempos, por conta de dois fatores fundamentais: a desaceleração do nível de atividade internacional, especialmente nos países asiáticos e na América Latina, e a grande redução dos preços das *commodities* internacionais, prejudicando as exportações de básicos. De fato, entre janeiro e setembro o índice de preços das exportações desses produtos acumulava queda de 12,1%, ao passo que o *quantum* crescia 2,4%. Para as exportações totais, a queda de preços era de 4,4%, com o *quantum* crescendo 4,3%. Caracteriza-se, de fato, um processo de queda dos termos de troca do país, uma vez que o índice de preços de importação no período cresceu 0,3%. O crescimento só não é mais expressivo por conta da queda de 25,2% nos preços de importação de combustíveis.

Políticas Monetária e Fiscal

Em sua última reunião, o Conselho de Política Monetária (Copom) reduziu a taxa de assistência financeira (Tban) para 42,25%, iniciou o dia seguinte operando a taxa Selic ao nível de 39,5% e, desde então, vem reduzindo-a ao ritmo de 0,5% diariamente. A manutenção dessa trajetória permitirá que as taxas iniciem o próximo ano em níveis já substancialmente inferiores e mais razoáveis, tendo-se em vista a necessidade de alcançar uma taxa de juros média para o ano que vem em torno de 22%. De fato, a efetivação do ajuste fiscal tem como um de seus objetivos a possibilidade de relaxar a política monetária, reduzindo seus impactos negativos sobre o déficit público e sobre a atividade econômica, especialmente os investimentos.

Quanto ao comportamento recente dos agregados monetários, a base monetária registrou aumento de 2% em setembro pelo critério de média dos saldos diários. Dessa forma, o crescimento em 12 meses, embora menor do que em agosto, ainda se manteve acima dos 30%. Pelo critério de saldos em final de período, no entanto, a variação da base monetária em setembro foi de -9,6%, refletindo principalmente uma queda de 21% nas reservas bancárias. Os empréstimos do sistema financeiro ao setor privado, contudo, ainda apresentavam pequeno crescimento em setembro (0,5%), enquanto os índices de inadimplência mantiveram-se estáveis em 8,4% do total de empréstimos.

Dentre os fatores que determinaram a contração da base monetária destacam-se as operações com o setor externo, com impacto de -R\$ 26 bilhões - refletindo a expressiva perda de reservas no mês -, e, em menor escala, os pagamentos ao Banco Central relativos a

operações de assistência de liquidez (-R\$ 1,2 bilhão). Esses efeitos foram apenas parcialmente compensados pelo resgate líquido de títulos públicos (com impacto expansionista de R\$ 17,7 bilhões) e pela redução dos depósitos de instituições financeiras junto ao Banco Central (R\$ 6,7 bilhões).

O comportamento dos demais agregados monetários em setembro revela, para o M1, queda de 0,7% e, para o M2, redução de 5,7%, neste último caso refletindo o resgate expressivo de títulos públicos junto ao mercado. Os títulos privados também apresentaram queda, de 3,8% no mês, fazendo que o M4 apresentasse redução de 3,6% em setembro. O único componente dos agregados monetários a apresentar crescimento em setembro foram os depósitos em caderneta de poupança, com variação de 1,7% no mês. Destaca-se ainda o fato de que a variação do M4 em 12 meses reduziu-se de uma média superior a 20% até agosto para 13% em setembro. O saldo da dívida mobiliária federal em mercado reduziu-se em R\$ 9,5 bilhões em setembro, mas aumentou a participação dos títulos indexados ao câmbio (para 21,4% do total) e à taxa Selic (para 65,7%).

Em outubro, a arrecadação administrada pela Secretaria da Receita Federal (SRF) totalizou R\$ 9,2 bilhões, a preços desse mês, contra R\$ 9,6 bilhões em outubro de 1997, apresentando um decréscimo real de 4,2%. Os impostos e contribuições que apresentaram maiores quedas foram: a) IOF (-44,1%), devido à redução de 15% para 6% da alíquota sobre as operações de crédito das pessoas físicas a partir de julho de 1998 e em virtude da ocorrência de quatro semanas de recolhimento de tributos no mês de outubro de 1998 (contra cinco semanas em 1997); b) CPMF (-14,1%), também devido à ocorrência de menor período de recolhimento; e c) IPI vinculado a automóveis, IPI-outros e contribuições sociais, com quedas de 50,4%, 16,8% e 5,4%, respectivamente, por causa da retração no nível de atividade econômica e, no caso do primeiro, pela redução de alíquota desde agosto de 1998.

No período janeiro/outubro, a arrecadação administrada chegou a R\$ 97,7 bilhões, apresentando crescimento real de 8,2% em relação ao mesmo período em 1997. Quando consideramos as demais receitas fiscais não transitadas pela SRF, a arrecadação federal montou R\$ 111,9 bilhões no período janeiro/outubro, sendo 17,7% superior à verificada em 1997. O principal fator que explica esse crescimento é o volume de receitas de concessão no valor de R\$ 9,4 bilhões.

As Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP) calculadas pelo Banco Central mostram que em agosto o governo consolidado obteve um superávit primário de R\$ 3,9 bilhões, bastante superior aos resultados superavitários verificados nos meses de julho deste ano e de agosto de 1997, R\$ 844 milhões e R\$ 2,3 bilhões, respectivamente. Esse desempenho foi fortemente influenciado pela arrecadação fiscal do mês de agosto, que contou com a receita extraordinária de R\$ 5,3 bilhões referentes à concessão de serviços do Sistema Telebrás. No período janeiro/agosto, o superávit primário do governo consolidado está acumulado em R\$ 5,4 bilhões, ou 0,9% do PIB, resultante de um superávit de R\$ 10,2 bilhão do governo federal soma-

do aos déficits de R\$ 3 bilhões do INSS, R\$ 526 milhões dos estados e municípios e R\$ 1,2 bilhões das empresas estatais. Deve-se destacar que o desempenho positivo das contas consolidadas esteve determinado pelo resultado do governo federal. O desempenho primário positivo do mês de agosto foi responsável por significativa redução do déficit nominal de R\$ 4,3 bilhões em julho para R\$ 1,4 bilhão em agosto. O déficit nominal acumulado janeiro/agosto foi de R\$ 38 bilhões, ou 6,33% do PIB, apresentando um declínio de 0,67 ponto percentual em relação ao acumulado janeiro/julho. Contudo, esse resultado ainda não reflete a elevação da taxa básica de juros de 19% a.a. para mais de 40% a.a., ocorrida em setembro último, motivada pelo agravamento da crise externa. Portanto, espera-se para os próximos meses forte elevação das despesas com juros e conseqüente agravamento do déficit nominal.

Com relação aos fluxos acumulados em 12 meses terminados em agosto, o governo consolidado apresentou um déficit de 1,09% do PIB (em julho havia sido de 1,26% do PIB), resultado de um superávit de 0,24% do PIB para o governo federal e de déficits de 0,81% do PIB para os estados e municípios e 0,53% para as empresas estatais. O déficit nominal manteve-se estável em relação a julho, ficando em torno de 7,7% do PIB.

A dívida líquida total do setor público em proporção do PIB elevou-se em 0,2 ponto percentual entre julho e agosto, situando-se em 38,8% do PIB, ou R\$ 351,5 bilhões. Desse montante, 85,6%, ou R\$ 300,7 bilhões, correspondem à dívida mobiliária federal. Em setembro, esta sofreu uma pequena redução, situando-se em R\$ 292,7 bilhões. Contudo, as condições de financiamento do setor público continuaram se deteriorando, com a parcela dos títulos públicos prefixados passando de 13% para 7% do total da dívida. O volume de títulos indexados à taxa Selic cresceu de 62% em agosto para 65,7% em setembro e os títulos com correção cambial passaram de 19,4% para 21,4%. Com isso, chega-se a uma situação na qual 93% da dívida mobiliária possui algum tipo de indexação. Em agosto, a taxa de juros implícita incidente sobre a dívida líquida total foi 20,2% a.a., devendo elevar-se significativamente a partir de setembro como reflexo da alta dos juros básicos. Segundo as estimativas do governo utilizadas na elaboração do programa de ajuste fiscal, tal impacto poderá elevar o estoque da dívida líquida dos atuais 38,8% do PIB para 41,9% do PIB ainda em 1998.

Conforme se pode notar pelo Quadro 7, o Tesouro Nacional apresentou um déficit primário de R\$ 191 milhões em setembro, a preços de outubro, contra um superávit de R\$ 5,8 bilhões em agosto. Esse resultado derivou-se de uma queda de R\$ 6,5 bilhões da arrecadação federal, que passou de R\$ 16,4 bilhões, em agosto, para R\$ 9,9 bilhões em setembro, a qual se explica, basicamente, pela ocorrência de receitas extraordinárias no mês de agosto, referentes à concessão de serviços de telecomunicações. As despesas totais do Tesouro Nacional também apresentaram queda em relação a agosto, passando de R\$ 10,6 bilhões para R\$ 10,1 bilhões, contudo essa queda foi insuficiente para compensar a perda de arrecadação. O superávit acumulado no período janeiro/setembro foi de R\$ 9,5 bilhões, 114,5% superior ao verificado em 1997.

resultado do saldo em transações correntes e pelo nível de credibilidade do Brasil diante dos investidores internacionais. Dado o atual cenário de restrição de liquidez internacional, parece claro que o país não terá condições de financiar déficits iguais ou maiores do que os observados correntemente (cerca de 4% do PIB). Na ausência de uma redução mais forte desse déficit, o país necessitaria manter um cupom cambial atraente para os investidores externos e, dados o ritmo de desvalorização cambial atual e as taxas de juros internacionais, a manutenção deste cupom com juros domésticos mais baixos exigiria uma queda significativa dos *spreads* cobrados nas operações com títulos brasileiros no exterior, o que só viria a partir de uma forte recuperação da credibilidade do país. É nesse contexto, aliás, que se torna importante o recente pacote de ajuda internacional, que garante o fluxo de recursos necessários para financiar o déficit em conta corrente do ano que vem sem a necessidade de recorrer a capitais especulativos de curto prazo.

Observa-se, de fato, uma dupla causalidade entre os juros e as contas externas. Uma queda significativa dos juros em 1999 dependerá em grande parte da retomada do financiamento externo privado e de um estancamento da saída de recursos, pois não será possível retornar a uma situação de perda contínua de reservas após a entrada no país dos recursos relativos ao acordo fechado com o FMI. Mas esse retorno às fontes privadas de financiamento externo, dadas as novas condições de liquidez mais restrita do mercado internacional, só será consolidado se a trajetória do déficit em transações correntes der sinais claros de melhora dentro do *mix* de políticas proposto. Nesse sentido, a recente desvalorização da taxa de câmbio efetiva real (11,8% acumulados desde janeiro) pode exercer papel importante. Porém, a eventual percepção de que o país não será capaz de reduzir seus déficits externos sem recorrer a uma contração da atividade doméstica e de que não conseguirá expandir suas exportações a um ritmo suficientemente elevado tende a reduzir gradativamente a importância do ajuste fiscal como meio de ajuste do setor externo. Com isso, é provável que a pressão volte a recair, com mais intensidade, sobre a política cambial.

Finalmente, com relação às expectativas quanto à atividade econômica no próximo ano, vale notar, primeiramente, que a situação neste final de ano já é de forte retração, em função das altas taxas de juros praticadas desde setembro e às incertezas da conjuntura. Na verdade, a economia já vinha dando sinais de perda de dinamismo antes mesmo da elevação das taxas de juros. A produção industrial, segundo dados do IBGE, estava em trajetória declinante desde junho, mostrando-se apenas um aprofundamento desta tendência a partir de setembro; e os últimos dados relativos ao PIB dão conta de uma desaceleração no terceiro trimestre, com taxa de crescimento, em termos dessazonalizados, de -1,5%, contra crescimento de 1,3% verificado no segundo trimestre. Com isso, nossa projeção para o crescimento do PIB este ano é de 0,6%, com queda de 0,1% no último trimestre de 1998 e de 0,9% no primeiro trimestre de 1999, em termos dessazonalizados, na comparação com o trimestre anterior. A retração da atividade econômica maior do que a esperada este ano pode permitir uma recuperação mais rápida ao longo do próximo ano.

Embora nossas projeções da atividade econômica estejam baseadas em dados de produção, uma avaliação mais interessante das perspectivas para o ano que vem pode ser feita a partir da análise qualitativa dos componentes da demanda agregada. Primeiramente, deve-se observar que a atual situação de pouco dinamismo da atividade é bastante influenciada pelo comportamento do consumo, especialmente de bens duráveis, que são mais dependentes das condições de crédito. As altas taxas de juros, a queda dos rendimentos reais do trabalho, o aumento do desemprego e o elevado grau de inadimplência têm levado os consumidores a evitar as compras a crédito e as instituições financeiras a adotar uma postura mais conservadora na concessão de financiamentos.

Por outro lado, o investimento, que ao longo deste ano manteve-se em nível semelhante ao do ano passado - segundo estimativas do GAC -, deve sofrer retração nos próximos meses, em virtude da indefinição atual sobre as perspectivas de médio e longo prazos. A crise recente pode abalar, ao menos temporariamente, a confiança na sustentabilidade da atual estratégia econômica, o que deve manter as decisões de investimento, no mínimo, em compasso de espera, com possível adiamento dos projetos programados. Mesmo com a esperada queda das taxas de juros básicas da economia, o comportamento da oferta de crédito, tanto para consumo quanto para capital de giro das empresas, não deve permitir grande expansão no curto prazo.

Com relação aos gastos do governo, a necessidade imperiosa de que o ajuste fiscal seja concretizado na magnitude proposta leva à conclusão de que também nesse ponto não teremos grande estímulo à retomada da atividade econômica. Já o comportamento das exportações dependerá da recuperação das economias asiáticas, para as quais nossas exportações caíram quase 30% em 1998; do crescimento da economia mundial, que deve ser, em 1999, inferior ao deste ano; e das condições de competitividade, que podem ser prejudicadas pela desvalorização das moedas asiáticas, embora possam melhorar com a eventual desvalorização do dólar diante das principais moedas internacionais, em especial o euro.

Em resumo, pode-se dizer que o cenário para a economia brasileira em 1999 depende da efetiva aplicação do *mix* de política descrito anteriormente. Mas, além disso, está também fortemente vinculado ao comportamento do déficit externo, pois se trata de uma variável crucial para determinar as possibilidades de sucesso do *mix* de política. O progressivo relaxamento da restrição ao crescimento representada pelo setor externo da economia seria o fator preponderante para permitir a retomada do crescimento da atividade econômica com juros mais baixos e sem abrir mão da estabilidade.

1 Entre estas podemos citar o controle do crédito privado e o estabelecimento de barreiras não-tarifárias e outras medidas de restrição às importações.

Carta de Conjuntura IPEA

Dados disponíveis até 26.11.98

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>