

Nº 85

DEZ

1998

carta de conjuntura

IPEA

O AJUSTE FISCAL E A TAXA DE JUROS

A redução das taxas de juros na última reunião do Copom e o intenso debate que precedeu a decisão ilustram de forma clara os dilemas que a política econômica passou a enfrentar a partir da mudança dramática observada no cenário internacional depois da moratória da Rússia. Os juros caíram de cerca de 32,5% a.a. para 29% a.a., mas o declínio ainda é amplamente percebido como insuficiente para reverter a trajetória de queda na atividade econômica, além de manter alta a tensão existente entre os próprios objetivos de política. Na presença de uma dívida pública elevada, os juros altos acabam se traduzindo em pressão adicional sobre o déficit público, seja pelos efeitos diretos sobre os encargos financeiros, seja pelos efeitos indiretos associados à retração econômica e à queda de arrecadação.

Para compreender a cautela do Banco Central, é necessário ter presente que a retração observada nos fluxos de capital externo desde o final de agosto representa a principal restrição a ser enfrentada no curto prazo. A reversão nos fluxos de capital resultou em elevadas perdas de reservas, processo que ainda se encontra em curso mesmo que em intensidade significativamente menor do que a observada em setembro, quando as reservas caíram US\$ 21,5 bilhões. As perdas de outubro e novembro devem ter ficado em patamar bem inferior, a julgar pelos movimentos de câmbio contratado nos segmentos livre e fluante, que apresentaram déficit médio de US\$ 1,8 bilhão nos dois meses, valor que em dezembro poderá elevar-se ligeiramente em função da concentração de vencimentos de bônus empréstimos.

A retração nos fluxos de capital não é específica à economia brasileira, mas reflete a profunda alteração no mercado financeiro internacional observada nos últimos meses, caracterizada por redução da liquidez e maior aversão ao risco por parte dos investidores. Ainda que depois de setembro a situação tenha evoluído favoravelmente, devido principalmente às reduções de taxas de juros nos países industrializados, a expectativa é de que os fluxos de recursos para países emergentes se reduzam bastante nos próximos anos. A aversão ao risco, por outro lado, tem se manifestado sob a forma de ampliação de *spreads* em relação aos papéis do Tesouro norte-americano, atingindo com intensidade os títulos soberanos de países emergentes, mas afetando também títulos de empresas norte-americanas consideradas de risco mais elevado, além de ter provocado uma forte queda nos mercados acionários de todo o mundo, apenas recentemente revertida.

Essa situação configura um quadro bem diferente daquele que se seguiu à crise da Ásia, que apesar de extremamente grave, acabou circunscrita aos países da região. Naquele momento, após a reação da política econômica, elevando drasticamente os juros e apontando para um ajuste fiscal severo, os capitais externos voltaram a fluir em volume superior ao observado antes da crise, e em poucos meses o país havia recomposto suas reservas, que atingiram nível 25% superior ao inicial já em abril deste ano. A própria reação da atividade econômica ao longo do primeiro semestre deste ano - com um crescimento dessazonalizado do PIB de 1,8% em relação ao último trimes-

tre do ano passado - provavelmente reflete esse quadro de expectativas mais favoráveis.

Agora, ao contrário, a perspectiva é de fluxos de recursos externos bem mais reduzidos por um período maior de tempo, o que explica a necessidade tanto do acordo com o FMI - abrindo caminho para a mobilização de recursos adicionais através de organismos multilaterais e dos governos de países industrializados - quanto de um ajuste mais profundo nas contas externas e nas contas públicas.

Os déficits em conta corrente no Brasil ainda se mantêm elevados, além de apresentarem uma rigidez grande à baixa em função dos pagamentos por serviços de fatores - isto é, pagamentos de juros e remessas de lucros e dividendos -, que vêm se expandindo nos últimos anos em função da própria acumulação de passivos externos. As projeções são de uma queda do déficit em conta corrente para o ano que vem, respondendo a um déficit menor na balança comercial e nos serviços não-fatores. Esse desempenho deverá refletir principalmente a retração das importações, enquanto um crescimento maior das exportações ainda deverá esbarrar num crescimento da economia mundial abaixo de 2% - praticamente o mesmo nível observado em 1998. O déficit em conta corrente, portanto, ainda permanecerá alto em 1998 (da ordem de 3,5% do PIB), o que, somado às amortizações associadas a capitais de médio e longo prazos, resulta em necessidades de financiamento externo da ordem de US\$ 50 bilhões.

Uma característica que tem diferenciado o Brasil de vários outros países emergentes é a capacidade de atrair investimentos externos diretos. Esses investimentos devem financiar em 1998 cerca de 75% do déficit em conta corrente, esperando-se que em 1999 essa proporção ainda se mantenha elevada. Vale notar que, do ingresso de US\$ 22,9 bilhões observado no ano até outubro, apenas US\$ 6,1 bilhões estiveram relacionados ao programa de privatizações. Na hipótese de que nenhum dos vencimentos de médio e longo prazos venha a ser rolado no ano que vem, ainda assim o restante das necessidades de financiamento externo poderia ser coberto em grande parte pelos financiamentos a importações, que até outubro haviam alcançado 40% do total das compras externas. No entanto, essa hipótese de não-rolagem tornou-se improvável a partir do momento em que o governo assinou o acordo com o FMI, garantindo assim, potencialmente, recursos externos da ordem de US\$ 37 bilhões até o final de 1999.

A maior preocupação pelo lado externo reside nos capitais de curto prazo, que tendem a se movimentar segundo oportunidades de arbitragem ditadas por expectativas bastante voláteis. Esse parece ter sido o caso no início de dezembro, após a derrota no Congresso da medida provisória que elevava a contribuição dos funcionários públicos ativos e instituiu a contribuição dos inativos, o que acabou se constituindo em motivo importante para balizar a decisão relativa aos juros, restringindo sua queda.

O ajuste fiscal é o centro do acordo do Brasil com o FMI. As metas de déficit nominal para o setor público consolidado (meta de desempenho) e de superávits primários para o governo federal (meta indicativa) refletem a preocupação em reverter o crescimento da dívida líquida do setor público, estabilizando-a como proporção do PIB em meados do ano 2000. De fato, observando-se a trajetória da dívida líquida do setor público percebe-se que ela vinha em crescimento acelerado desde o ano passado - tendo passado de 33,3% do PIB no final de 1996 para 34,5% do PIB em dezembro de 1997 e 39,7% do PIB em setembro último. Dentre os fatores determinantes desse crescimento encontram-se os ajustes patrimoniais (incorporação

(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

Após a queda de 1,2% observada em outubro, a produção industrial, segundo estimativa obtida com o *Indicador IPEA*, teria registrado nova redução em novembro, de 1,4%, na comparação dessazonalizada com o mês anterior. Esse resultado, a sexta queda consecutiva, coloca a produção industrial em nível 7,4% inferior ao de maio deste ano, constituindo-se assim no menor nível da série dessazonalizada desde junho de 1996. Observa-se, portanto, que o atual processo de desaceleração da atividade econômica já se encontrava em curso antes mesmo que os efeitos da crise da Rússia levassem à necessidade de promover uma nova elevação das taxas de juros. A maior gravidade dessa crise em termos de seu impacto sobre a liquidez internacional, por outro lado, deverá tornar a retração da atividade econômica bem mais longa que aquela que se seguiu à crise da Ásia.

A queda estimada para novembro atingiria todas as categorias de uso, destacando-se os bens de consumo duráveis (-15,4%) e os bens de capital (-9,9%), setores onde a queda seria bem mais intensa que a verificada em outubro (-6,4% e -2,0%, respectivamente). Os bens de consumo não-duráveis, que ficaram praticamente estáveis em outubro (+0,2%), voltariam a apresentar queda acentuada (-2,7%), enquanto os bens intermediários teriam queda menor, de apenas 0,3%.

Na comparação com novembro do ano passado, o declínio da produção industrial estimada pelo *Indicador IPEA* seria de 4,6% - uma redução tanto mais significativa quando se considera que foi naquele mês que a produção industrial começou a sofrer os fortes efeitos negativos da alta dos juros. Entre as categorias de uso, mais uma vez as mais afetadas são bens de consumo duráveis (-32,3%) e bens de capital (-19,1%).

A previsão para o ano de 1998 é de queda de 2,3% para a produção da indústria geral e de 3,4% para a indústria de transformação. Para o próximo ano, as projeções para a indústria geral são de queda acumulada no ano, em relação a igual período de 1998, de 3,8% até março e de 4,9% até junho. Em termos de trajetória, esses resultados correspondem a quedas de 3,6% no último trimestre deste ano, de 0,2% no primeiro trimestre e de 1,1% no segundo, sempre em relação ao trimestre anterior. Na média, a produção industrial do primeiro semestre de 1999 seria 2,5% inferior à média do segundo semestre de 1998, e 3,7% menor que a média do ano.

A queda projetada em 1998 deverá atingir todas as categorias de uso, com destaque para os bens de consumo duráveis, com redução de 21,3%. As demais categorias teriam quedas entre 1,4% (bens intermediários) e 2,1% (bens de capital). No primeiro semestre de 1999, a queda mais forte seria dos bens de

capital, com -19,4% no acumulado no ano até junho, contra -19,0% dos bens de consumo duráveis, -5,1% dos intermediários e -3,6% dos não-duráveis.

Com a atualização dos modelos de previsão, incorporando os resultados da indústria de outubro e o *Indicador IPEA* de novembro, assim como novas informações sobre os demais componentes do PIB, estimamos um crescimento de apenas 0,2% para o PIB este ano, resultado muito inferior à nossa última estimativa de crescimento (de 0,6%, publicada na *Carta de Conjuntura* de novembro). Todos os grandes setores passaram a mostrar uma expansão menor que a anteriormente estimada: a queda projetada para a indústria, por exemplo, passou a 0,8%, contra 0,2% estimados anteriormente. Esse resultado, por seu turno, decorre da retração projetada para a indústria de transformação (-3,4%) e de uma desaceleração do crescimento da construção civil e do consumo de energia elétrica. A agropecuária e os serviços, no entanto, ainda mostrariam um crescimento modesto (0,3% e 0,7%, respectivamente). Em termos dessazonalizados, o PIB cairia 1,9% no quarto trimestre, acumulando assim, nos dois últimos trimestres do ano, uma redução de 3,4% (comparáveis aos 4,6% de queda acumulados no segundo e terceiro trimestres de 1995).

Segundo notícias veiculadas recentemente na imprensa, o comércio varejista estaria revendo sua estimativa de desempenho para o fim do ano, com maior possibilidade de se realizar em dezembro um movimento de vendas próximo do verificado no ano passado. Um fator importante para essa mudança de expectativas foi a queda significativa do nível de inadimplência no bimestre outubro/novembro, quando comparado com a média no período janeiro/setembro deste ano (7% contra 14%, na série dessazonalizada). Essa queda se deveu a um aumento no número de registros cancelados, o qual compensou o recorde registrado para o número de carnês em atraso, segundo dados da Associação Comercial de São Paulo. Mesmo se confirmando essa expectativa, o resultado esperado para o comércio no ano como um todo continuaria bastante negativo. O faturamento real do varejo, em São Paulo, segundo dados preliminares da FCESP, acumula perdas de 6,3% no acumulado de 12 meses até novembro, enquanto no Rio de Janeiro a queda é de 14% até outubro, de acordo com dados da PMC do IBGE.

Para o primeiro semestre de 1999, o PIB apresentaria forte decréscimo quando comparado com o mesmo período do ano anterior (-2,9%). Em termos dessazonalizados, essa projeção corresponde a uma virtual estabilidade nos dois primeiros trimestres do ano. A produção agrícola teria um desempenho bastante positivo (estima-se um crescimento de safra em torno de 7% em 1999), enquanto os serviços e a indústria (conceito PIB) cairiam 1,6% e 6,6%, respectivamente.

Esses resultados apontam para a continuidade da atual situação de pouco dinamismo da atividade econômica. As altas taxas de juros e a incerteza em relação ao comportamento futuro dos principais indicadores macroeconômicos têm levado a uma retração do consumo e do investimento domésticos – fenômeno que ainda se deve acentuar quando da provável elevação do desemprego em resposta à redução dos níveis de produção. A reversão desse processo, que se pode esperar para o segundo semestre, dependerá de uma sinalização mais forte de que o programa de ajuste fiscal e o acordo firmado com o FMI serão bem-sucedidos no sentido de restabelecer a confiança dos investidores em relação à trajetória de médio prazo da economia, o que poderia permitir uma queda mais rápida das taxas de juros internas.

A taxa média de desemprego aberto, calculada pelo IBGE para as seis principais regiões metropolitanas do país, caiu para 7,04% em novembro, após ter alcançado 7,45% em outubro, situando-se cerca de 1,7 ponto percentual acima da registrada em novembro de 1997 (5,35%). Em termos dessazonalizados, no entanto, a taxa de desemprego mostrou aumento expressivo, para 8,01%, como mostra o Gráfico 3.

O nível de ocupação, que já sofrera retração de 0,2% em outubro, caiu 0,7% em novembro, equivalente à perda de cerca de 121 mil ocupações. Em relação ao mesmo mês do ano passado, a queda é ainda maior, com menos 175 mil pessoas ocupadas. O único setor com criação expressiva de novas ocupações em comparação a novembro do ano passado é o de serviços, com mais 78 mil ocupações, enquanto a construção civil e o comércio apresentaram perdas relativamente pequenas, de 8 mil e 14 mil postos, respectivamente. A indústria foi o setor que fechou mais vagas, cerca de 200 mil, sempre em relação a novembro de 1997.

Segundo a Pesquisa Mensal de Emprego (PME), em outubro o rendimento médio real apresentou retração de 2,1% em relação ao mesmo mês do ano passado, devido principalmente à diminuição dos rendimentos da categoria de trabalhadores por conta própria, com perda de 6,8%, embora os trabalhadores com carteira e sem carteira também tenham apresentado perdas, de 2,9% e 3,0%, respectivamente. Os únicos com ganhos de rendimento nessa comparação (+10,6%) foram os empregadores. Na série com ajuste sazonal, o rendimento médio apresentou elevação de 1,8% em relação a setembro, reduzindo a queda acumulada desde janeiro para 2,1%.

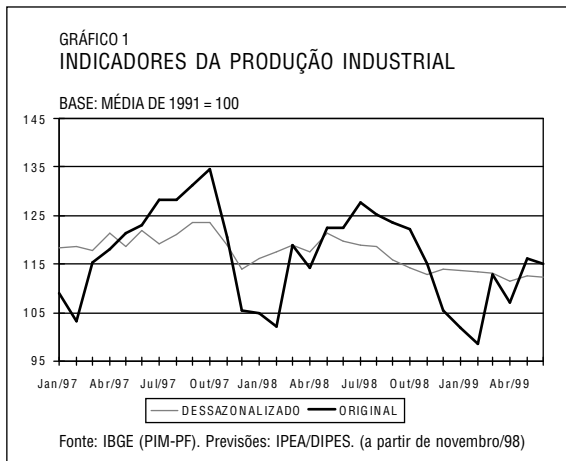
A massa salarial real, calculada com base nos dados de emprego e rendimento da PME, retraiu-se 2,3% em outubro, em comparação com o mesmo mês do ano anterior e, em termos dessazonalizados, apresentou expansão de 1,2% em relação a setembro. No período janeiro a outubro, no entanto, tem-se uma retração acumulada de 1,9% (Gráfico 3).

Inflação Os índices de preços ao consumidor voltaram a apresentar variação negativa em novembro, após a pequena variação positiva de outubro. Essa volta da deflação nos preços ao consumidor reflete novas quedas de preços de alimentação e vestuário, o que contraria o padrão sazonal desta época do ano, que é caracterizada pela entressafra agrícola e comercialização das coleções de verão. O IPC-Fipe teve variação de -0,44%, com variação positiva apenas do grupo saúde, enquanto o IPC-FGV, que teve queda de 0,19%, apresentou variações negativas em todos os grupos componentes. O INPC-IBGE teve deflação de 0,18%. Já o IGP-DI teve queda de 0,18%, levando a variação do índice combinado para -0,27% em novembro e para 0,97% no acumulado de 12 meses.

O IPA apresentou novamente variação negativa (-0,20%), refletindo uma queda maior dos preços industriais (-0,25%) que dos agrícolas (-0,10%). O IPA-industrial chegou assim ao quinto mês consecutivo de deflação e passou a apresentar variação negativa no acumulado de 12 meses (-0,33%). A variação dos preços agrícolas ficou negativa apesar da recuperação (+4,77%) do item lavouras para exportação, o qual ainda acumula uma queda de 26,05% em 12 meses, pois quase todos os demais itens mostraram redução nos preços, em especial as oleaginosas, com -5,36%. A variação acumulada em 12 meses do IPA-agrícola caiu significativamente, de 5,31% até outubro para 2,55% até novembro.

O índice da Fipe para a segunda quadrissemana de dezembro mostra uma queda um pouco maior que a de novembro (-0,47%), com a diferença de que agora todos os componentes apresentam deflação. Com o aumento dos combustíveis concedido no início do mês, espera-se uma taxa ligeiramente positiva para o mês de dezembro, o que levaria o IPC-Fipe a fechar o ano com deflação de cerca de 1,5%. Dentro dessa perspectiva, o IGP-FGV ficaria abaixo de 1% e o INPC-IBGE pouco acima de 2%, o que resultaria numa variação positiva de cerca de 0,5% para o índice combinado. Para 1999, pode-se esperar algum crescimento dos índices no início do ano em função de repercussão do aumento dos combustíveis e de possível alta dos gastos com saúde, devido a reajustes dos planos de saúde, para adaptação às condições impostas pela mudança recentemente aprovada na legislação. Por outro lado, a educação deve apresentar altas menores para as mensalidades escolares neste início de ano. De qualquer forma, na ausência de novas pressões inesperadas, pode-se esperar uma inflação abaixo de 2% para o próximo ano.

INDICADORES, ESTIMATIVAS E PREVISÕES / IPEA



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

CLASSES DE INDUSTRIAS	EFETIVA (1998)		PREVISTA (1998) (1999) (1999)		
	SETEMBRO	OUTUBRO	DEZEMBRO	MARÇO	JUNHO
Indústria Geral ^a	-1,5	-2,3	-2,3	-3,8	-4,9
Extrativa Mineral	9,6	11,0	11,1	8,7	6,0
Transformação ^a	-2,4	-3,4	-3,4	-5,1	-6,0

CATEGORIAS DE USO					
Bens de Capital ^a	2,5	0,2	-2,1	-17,6	-19,4
Bens intermediários ^a	-0,6	-1,1	-1,4	-5,0	-5,1
Bens de Consumo ^a	-5,3	-6,2	-6,4	-6,2	-6,9
Duráveis ^a	-19,2	-20,7	-21,3	-16,7	-19,0
Não-Duráveis ^a	-0,9	-1,6	-1,8	-3,4	-3,6

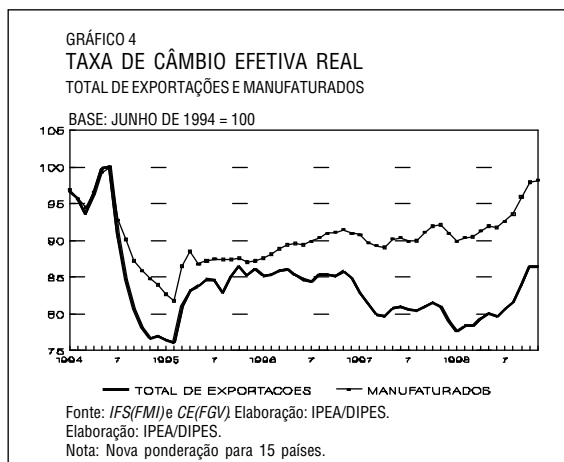
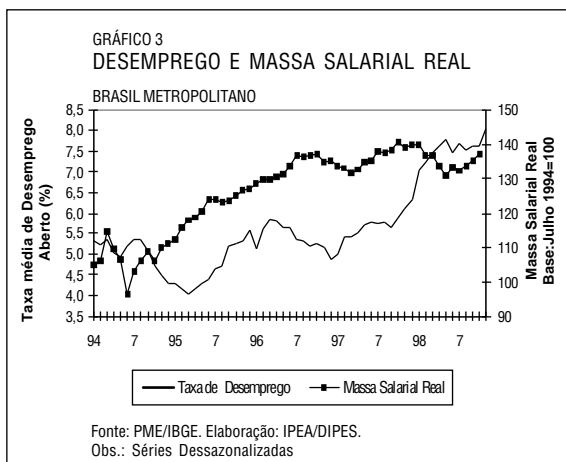
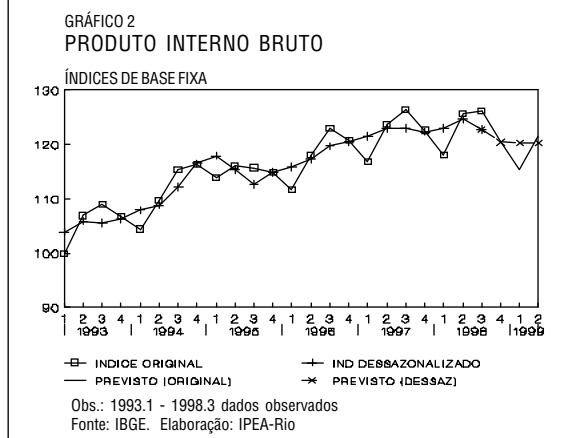
Fonte: IBGE (PIM-PF). Previsões: IPEA/DIPES.

^a Em novembro/98, a série foi estimada com indicador IPEA.

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

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

Fonte: IBGE. Elaboração: IPEA/DIPES.
* Segundo indicador IPEA de novembro. Vale observar que a metodologia de cálculo da indústria de Transformação das Contas Nacionais difere da utilizada pela pesquisa da indústria (PIM-PF)

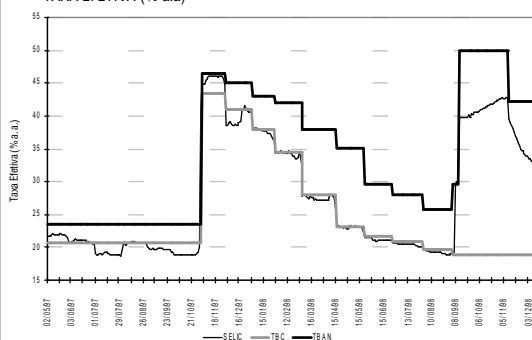


QUADRO 3
PRINCIPAIS ÍNDICES DE PREÇOS

ÍNDICES	VARIÇÃO (%)		
	OUTUBRO/98	NOVEMBRO/98	ACUM. 12 MESES
IPC-Fipe TOTAL	0,02	-0,44	-1,11
Alimentação	0,32	-0,52	0,62
Semi-elaborados	0,98	-0,45	7,54
Produtos in natura	1,93	0,66	-6,40
Vestuário	0,17	-0,49	-7,76
Saúde	0,14	0,26	2,50
IGP-DI TOTAL	-0,03	-0,18	1,42
IPC TOTAL	0,20	-0,19	2,15
Alimentação	0,41	-0,38	2,53
Habitação	0,18	-0,03	4,17
Vestuário	0,94	-0,29	-8,59
IPA-OG	-0,19	-0,20	0,63
Produtos Agrícolas	-0,39	-0,10	2,55
Produtos Industriais	-0,08	-0,25	-0,33

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 NOVEMBRO DE 1998

PERÍODO	IR	IRPJ	IPJ	CPMF	CONTRIBUIÇÕES SOCIAIS	RECEITA ADMINISTRADA PELA SRF
NOVEMBRO 97	2.798	818	1.552	666	3.026	9.014
OUTUBRO 98	3.352	1.055	1.345	631	2.807	9.218
NOVEMBRO 98	3.067	766	1.374	605	2.583	8.684
NOV.98 / OUT.98	-8,5%	-27,4%	2,2%	-4,1%	-8,0%	-5,8%
NOV.98 / NOV.97	9,6%	-6,4%	-11,5%	-9,2%	-14,6%	-3,7%
ACUM. 97	33.026	11.548	15.935	6.426	32.114	99.159
ACUM. 98	40.942	11.673	14.847	7.299	30.697	106.190
ACUM. 98/97	24,0%	1,1%	-6,8%	13,6%	-4,4%	7,1%

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\$ BILHÕES DE NOVEMBRO DE 1998

DISCRIMINAÇÃO	SET. 1997	OUT. 1997	SET. 1998	OUT. 1998	JAN-OUT. 1998	JAN-OUT. 1998
Receita Total	13,23	13,89	13,51	13,20	133,75	148,76
Receita do Tesouro	9,50	10,15	9,85	9,53	97,35	112,40
Receita do INSS	3,73	3,74	3,66	3,67	36,40	36,36
Despesas	10,08	11,04	14,40	14,18	130,97	144,61
Transf. a Estados e Municípios	2,50	2,19	2,28	1,99	20,64	22,57
Desp. da Adm. Federal	11,55	12,11	12,12	12,19	110,33	122,04
Pessoal	3,27	3,27	3,59	3,61	34,74	38,38
Benefícios Previdenciários	3,96	3,26	4,32	4,30	37,16	41,31
Despesas de Custeio e de Capital	3,50	3,82	3,61	3,12	31,63	35,93
Outras	0,81	1,75	0,59	1,16	6,80	6,42
Resultado Primário (I-II)	0,81	0,41	0,89	0,98	-2,78	-4,15

Fonte: STN e MPAS. Elaboração: IPEA/DIPES.

(-) = superávit, (+) = déficit
* Inclui Tesouro Nacional, Previdência Social e Banco Central

Setor Externo O cenário das contas externas brasileiras nos últimos meses do ano vem se caracterizando por maior tranquilidade em relação aos momentos conturbados de agosto e setembro. O quadro, porém, ainda é instável, com a manutenção de um ritmo razoável de perda de reservas, tendência de leve piora no déficit em transações correntes, queda dos financiamentos de importação e dos empréstimos em moeda e manutenção de elevados níveis de amortizações. Os últimos dados disponíveis, relativos a outubro, dão conta de uma perda de reservas no mês de US\$ 3,5 bilhões, e no ano de US\$ 10 bilhões. Estima-se que o nível de reservas tenha fechado o mês de novembro em torno de US\$ 40 bilhões.

O acordo com o FMI, explicitado pelo Memorando Técnico de Entendimentos divulgado no início de dezembro, tem sido importante no sentido de garantir os fluxos de financiamento externo necessários ao país nos próximos meses independentemente de uma recuperação dos fluxos privados. Com isso, a pressão sobre a taxa de câmbio tornou-se mais branda, sendo agora bem pouco provável a ocorrência de um ataque especulativo. Além disso, os movimentos recentes entre as principais moedas internacionais, assim como a ocorrência de deflações nos principais índices de preço domésticos, têm propiciado uma desvalorização mais acelerada da taxa de câmbio efetiva real, que acumula 6,8% nos 12 meses encerrados em novembro e agora registra valorização de 13,5% desde o início do Plano Real. No caso da taxa efetiva para as exportações de manufaturados, a valorização desde junho de 1994 é de apenas 1,8%, e nos 12 meses encerrados em novembro houve desvalorização de 6,7%.

No entanto, as tendências recentes da conta corrente não mostram ainda quaisquer benefícios desse movimento, em boa parte devido à desaceleração da economia mundial e à queda dos preços das commodities no mercado internacional, fatores que têm prejudicado o desempenho exportador. A balança comercial acumulava até outubro déficit de US\$ 4,3 bilhões, valor ainda bem inferior ao do mesmo período do ano passado, mas que deve aumentar quando da divulgação dos números revisados. Até o fechamento desta carta ainda não haviam sido divulgados os números referentes a novembro, mas a expectativa é de que as exportações continuem em movimento de queda, embora a taxas inferiores às das importações, levando o déficit no total do ano a ficar, provavelmente, em torno de US\$ 6 bilhões. Até outubro, as exportações acumulavam queda no ano de 1%, e as importações reduziam-se 5,3%.

A balança de serviços vem apresentando uma deterioração contínua nos últimos meses, tal que o déficit no ano até outubro já é de US\$ 24,8 bilhões (crescimento de 14,5% em relação a 1997), dos quais US\$ 9,5 bilhões referentes a pagamentos de juros (+18,8%) e US\$ 5,7 bilhões a remessas de lucros (+35,1%). De fato, os serviços de fatores vêm sendo responsáveis pelo crescimento do déficit de serviços, uma vez que os serviços não-fatores vêm registrando quedas razoáveis em relação ao ano passado, como reflexo da desaceleração da atividade econômica e da queda da corrente de comércio. Esse movimento dos serviços reflete o aumento do passivo externo do país registrado nos últimos anos e confere ao déficit em conta corrente maior rigidez à queda. Até outubro, esse déficit acumulado no ano estava em US\$ 27,4 bilhões (crescimento de 4,1% em relação ao mesmo período de 1997), o correspondente a 4,21% do PIB.

Com relação aos fluxos de capital, vale destacar que os investimentos diretos alcançaram em outubro o montante de US\$ 3,3 bilhões, acumulando US\$ 21,1 bilhões no ano e US\$ 24,1 bilhões em 12 meses. Os investimentos de portfólio ainda foram negativos em US\$ 658 milhões em outubro - resultado, porém, bem melhor do que o observado nos meses de agosto e setembro -, acumulando no ano saídas líquidas de US\$ 1,1 bilhão. Os empréstimos em moeda foram de US\$ 5,4 bilhões, valor bastante elevado, mas provavelmente por conta da entrada de recursos de adiantamento de receitas da privatização da Telebrás. O destaque negativo ficou com os financiamentos de importação, que tiveram entradas de apenas US\$ 496 milhões no mês, contra US\$ 2,4 bilhões em outubro de 1997, o que confirma os comentários sobre o virtual fechamento das fontes externas de financiamento de comércio após a crise da Rússia. O desempenho da conta de capital vem sendo bastante comprometido também pelo elevado volume de amortizações de empréstimos e financiamentos de médio e longo prazos, que em outubro atingiram US\$ 4,5 bilhões (crescimento de 68,6% em relação a outubro do ano passado) e no ano acumulam US\$ 25,9 bilhões (crescimento de 41,1% em relação ao mesmo período de 1997).

Políticas Monetária e Fiscal

Os efeitos da crise externa, em particular o ritmo ainda forte de perda de reservas, mesmo após o anúncio e posterior aprovação do acordo com o FMI, continuaram a determinar a condução da política monetária ao longo dos últimos meses. Refletindo uma postura menos acomodativa por parte do Banco Central em relação à saída de recursos, o crescimento da base monetária em outubro, no conceito de média dos saldos diários, foi de apenas 0,7% - o menor desde abril, quando as taxas de juros passaram a ser reduzidas mais fortemente. Pelo conceito de saldos em final de período, o crescimento da base em outubro foi de 2,6% - explicado apenas pelos resgates de depósitos de instituições financeiras junto ao Banco Central, com impacto expansionista de R\$ 12,7 bilhões. Todos os demais fatores tiveram impacto contracionista: o Tesouro de R\$ 0,9 bilhão, as operações com títulos públicos de R\$ 7,5 bilhões e as operações com o setor externo de R\$ 4,4 bilhões.

No acumulado de 12 meses, a base monetária ainda registrava em outubro crescimento da ordem de 30%. Em vista das metas definidas no acordo com o FMI para o crédito interno líquido e dada a perspectiva de recuperação moderada para as reservas líquidas ajustadas, essa taxa deverá se manter nesse patamar ao longo dos próximos meses, garantindo assim uma trajetória declinante para as taxas de juros. Isso não ocorreria apenas no caso de haver uma perda de reservas muito forte ao longo do período.

Os agregados monetários mais amplos vêm registrando taxas de crescimento mais moderadas. O M1, ainda refletindo a pouca disposição do sistema bancário em ampliar os empréstimos, declinou 1% em outubro, acumulando assim em 12 meses uma variação de 8,2%. O M2, por outro lado, depois de ter apresentado queda em setembro, voltou a crescer em outubro (1,2%), como decorrência das colocações líquidas de títulos públicos - a dívida pública mobiliária federal aumentou 7,4% no mês, inclusive com a participação dos papéis prefixados no estoque crescendo de 7% para 14,2%. Os depósitos de poupança tiveram pequeno crescimento em outubro

(1,5%), enquanto os títulos privados, após três meses de contração, também voltaram a exibir pequeno crescimento em outubro (-0,5%). Em 12 meses, a taxa de expansão do M4 continuou a cair, atingindo 12,7% no mês (era de 23,8% em março). No cenário subjacente ao acordo com o FMI encontra-se como indicação para o crescimento do M4 uma variação de 6,8% em 1998 e de 5% em 1999.

A trajetória dos juros, conforme comentado no Editorial, deverá ser de redução ao longo do próximo ano, com a velocidade da queda condicionada pelos avanços no ajuste fiscal e pelos movimentos de capital no balanço de pagamentos. No entanto, a reunião do Copom, ao mesmo tempo em que reduziu os juros, reinstituiu a banda de juros ao reabilitar a TBC para empréstimos de liquidez, fixando-a em 29% a.a.. Isso foi possível porque, ao longo dos últimos dois meses, o Banco Central foi reduzindo o excesso de liquidez existente no mercado, de modo que as intervenções diárias da mesa de mercado aberto do Bacen tornaram-se menos necessárias. Apesar da liquidez mais estreita, a taxa imediatamente convergiu para o nível da TBC. Na reunião do Copom definiu-se também uma linha de depósitos remunerados à TBC menos 0,25%, o que efetivamente introduz um piso para a taxa de juros. As expectativas para a taxa de juros revelam uma *yield curve* bastante achatada, com o vencimento de 30 dias em 28,2% a.a. e o de 360 dias em 30%. Esse quadro reflete a percepção de que, embora a trajetória declinante para os juros esteja firmemente incorporada ao acordo com o FMI, as condições para que isso efetivamente ocorra ainda dependem dos avanços na implementação do ajuste fiscal.

Em novembro a arrecadação administrada pela Secretaria da Receita Federal (SRF) apresentou variação negativa pelo terceiro mês consecutivo. O principal determinante desse desempenho foi a queda no nível de atividade a partir do terceiro trimestre que influenciou, principalmente, a arrecadação do IR, IOF, CPMF e das Contribuições Sociais. As receitas administradas atingiram um volume de R\$ 8,7 bilhões em novembro, apresentando decréscimo real de 5,8% relativamente a outubro e 3,7% em relação a novembro de 1997. As receitas totais (inclusive receitas diretamente arrecadadas, concessões e demais receitas) chegaram a R\$ 8,9 bilhões, configurando o resultado mais baixo desde junho de 1997.

No período acumulado janeiro/novembro as receitas administradas totalizaram R\$ 106 bilhões, apresentando crescimento real de 7,1% contra igual período em 1997. A arrecadação federal total atingiu R\$ 121 bilhões, ficando 16,2% acima do resultado verificado em 1997. Esse crescimento é explicado, em grande medida, pelo significativo volume de receitas extraordinárias, sobretudo as receitas de concessão de serviços públicos que atingiram R\$ 9,5 bilhões em 1998.

O governo central (Tesouro Nacional, Banco Central e INSS) obteve um déficit primário de R\$ 980 milhões em outubro, a preços de novembro, resultado da soma de déficits de R\$ 628 milhões no INSS e R\$ 352 milhões no Tesouro Nacional. O déficit de outubro foi ligeiramente superior ao verificado em setembro (R\$ 886 milhões), contudo, mostrou uma sensível deterioração comparativamente a outubro de 1997, quando déficit foi de R\$ 411 milhões. Tal elevação esteve ligada à ampliação das despesas da administração federal, principalmente, os gastos com pessoal e encargos (+10,4%) e benefícios previdenciários (+32%).

O resultado acumulado até outubro apresentou um su-

perávit de R\$ 4,2 bilhões (contra R\$ 2,8 bilhões no mesmo período em 1997). Cabe enfatizar que se considerarmos apenas o resultado do Tesouro Nacional o superávit acumulado teria sido de R\$ 9,1 bilhões, já que o déficit de caixa do INSS no período foi de R\$ 4,9 bilhões. Esses resultados demonstram, mais uma vez, a importância do déficit da previdência na determinação das contas do governo federal. O superávit de R\$ 4,2 bilhões ficou bastante próximo da meta proposta para o governo central em 1998 (R\$ 5 bilhões). Porém, como já analisado acima, a tendência da arrecadação nos últimos meses tem sido de queda, fato que inclusive levou a uma reavaliação, por parte da SRF, do montante esperado para as receitas tributárias deste ano. Pelo lado das despesas, as expectativas são de que os cortes de R\$ 4 bilhões nas despesas de custeio e capital do governo federal promovidos em setembro e complementados por novos cortes da ordem de R\$ 600 milhões nas despesas de dezembro sejam suficientes para compensar a perda de receitas decorrente do desaquecimento da atividade econômica, possibilitando o cumprimento da meta de superávit para o governo central em 1998.

Segundo os cálculos do Banco Central, em setembro, as Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP) para o governo consolidado apresentaram uma forte deterioração em relação ao mês anterior, passando de um superávit primário de R\$ 3,9 bilhões para um déficit de R\$ 2,5 bilhões. Esse resultado esteve determinado por déficits de R\$ 1,6 bilhão para governo central e R\$ 874 milhões nas esferas estadual e municipal. O conjunto das empresas estatais apresentou equilíbrio nas suas contas. Assim, o expressivo déficit de setembro foi responsável por uma redução à metade do superávit acumulado no ano, que se encontra em R\$ 2,7 bilhões, ou 0,4% do PIB.

As despesas com juros nominais também deram um salto em setembro devido à elevação das taxas de juros internas em decorrência da crise nos mercados financeiros internacionais. Os pagamentos de juros do governo consolidado passaram de R\$ 5,4 bilhões em agosto para R\$ 7,1 bilhões em setembro, somando R\$ 50,5 bilhões, ou 7,44% do PIB no acumulado do ano. Esses valores deverão aumentar ainda mais nos próximos meses devido à trajetória de ascensão da taxa Selic, que em outubro chegou a 41,6% a.a.

Quanto aos fluxos acumulados em 12 meses, o déficit nominal do governo consolidado atingiu 8,3% do PIB, dos quais 1,25% corresponde ao resultado primário. Este último ainda permanece fortemente influenciado pelo elevado déficit de dezembro de 1997, tendendo a diminuir a partir do momento em que esse último resultado for excluído do cálculo.

A dívida líquida do setor público sofreu um elevação de 0,9 ponto percentual de setembro, atingindo 39,7% do PIB, o que corresponde a R\$ 359 bilhões. A dívida mobiliária federal em setembro apresentou uma ligeira queda em relação a agosto, situando-se em R\$ 291 bilhões, porém, voltou a crescer em outubro, chegando a R\$ 314 bilhões. Neste último mês, a composição da dívida mobiliária federal fora do Banco Central apresentou uma alteração em favor dos títulos prefixados, os quais ampliaram sua participação no total da dívida de 7% para 14%, como resultado da colocação de R\$ 23,3 bilhões em BBC-A, títulos que mesclam remuneração pré e pós-fixada. O montante de papéis indexados à taxa Selic reduziu-se de 65,7% para 58,8% e a participação dos títulos com indexação cambial e dos atrelados à TR manteve-se estável, em torno de 21% e 4,7%, respectivamente.

de esqueletos), apenas parcialmente compensados pelas privatizações, o peso crescente dos juros a partir da crise da Ásia e a piora nos resultados primários. Por isso, a política econômica passou a perseguir simultaneamente uma melhora substancial no resultado primário e uma redução nas taxas de juros – neste último caso, obviamente, condicionada às perspectivas de desempenho fiscal e também às condições externas.

A obtenção de um superávit primário de 2,6% do PIB em 1999 – com contribuição de 1,8% do PIB do governo federal, e o restante igualmente repartido entre estados e municípios e empresas estatais – representa um esforço considerável em relação ao desempenho observado nos últimos anos. As medidas que irão produzir essa melhora de desempenho já foram definidas, destacando-se entre elas a aprovação final da reforma da Previdência, corte de gastos equivalente a 1% do PIB nos gastos gerais do orçamento de 1999, aumento das contribuições previdenciárias de servidores ativos e introdução das contribuições de inativos, e, por fim, aumentos de impostos – seja pela elevação da alíquota da CPMF, seja pelo aumento da alíquota da Cofins e sua extensão ao sistema financeiro. Na convocação extraordinária do Congresso a ser feita em janeiro, essas questões deverão estar no centro das discussões, já que dentre elas apenas a reforma da Previdência e o aumento da Cofins foram aprovados.

Diante das resistências de natureza política, como as observadas no início de dezembro e as que se espera venham a ocorrer na votação do orçamento e da CPMF, existem dúvidas entre os investidores quanto à possibilidade de se aprovar em tempo hábil as medidas necessárias ao cumprimento das metas fiscais acertadas com o FMI. O não-cumprimento dessas metas, em si mesmo, não necessariamente coloca o acordo em risco, sobretudo se a questão for de *timing* quanto aos efeitos de medidas eventualmente aprovadas. Essa perspectiva, contudo, é suficiente para introduzir um elemento a mais de cautela no comportamento dos investidores, aumentando conseqüentemente a pressão sobre os fluxos de capitais e assim contribuindo para um comportamento também mais cauteloso por parte do Banco Central na definição dos limites da banda de juros.

Contudo, a definição da taxa de juros deixou de ser uma variável totalmente “exógena” a partir do momento em que a trajetória da dívida líquida do setor público entrou no acordo com o FMI por meio de metas para o déficit nominal e para a incorporação de passivos (líquidos das receitas de privatização). O cumprimento das metas fiscais depende, conforme explicitado no próprio acordo, de uma queda forte das taxas de juros em relação aos níveis atuais – ou, alternativamente, de um esforço ainda maior para aumentar os superávits primários. No entanto, existe a percepção de que o esforço fiscal proposto no acordo em termos de redução de gastos e aumento de arrecadação estaria próximo do limite factível. Logo, na ausência de novas turbulências no cenário externo, a taxa de juros deverá se reduzir à proporção que as medidas de ajuste fiscal forem sendo aprovadas, sinalizando assim com déficits que recolocam a dívida pública em trajetória sustentável. No cenário subjacente às metas de desempenho acertadas com o FMI, a taxa de juros Selic média do ano deveria ficar próxima a 22% a. a. – nível inferior ao observado tanto em 1997 quanto ao que teria prevalecido na média de 1998 caso o processo de redução das taxas não tivesse sido interrompido pela crise da Rússia.

Do ponto de vista das contas externas, a aprovação das medidas de ajuste fiscal – e a evolução do déficit, monitorada de perto pelo FMI – contribuiria para restaurar a confiança dos investidores externos, permitindo a manutenção da atual po-

lítica de ajuste gradual da taxa de câmbio. A desvalorização da taxa de câmbio efetiva, em termos reais, alcançou quase 10% no ano até novembro, reduzindo a apreciação acumulada desde o início do Plano Real a 13,5%. Existe uma expectativa forte de que a introdução do euro levará a um aumento da demanda internacional pela nova moeda e conseqüentemente a uma desvalorização do dólar, o que contribuiria para aumentar a competitividade das exportações brasileiras para aquela região. Obviamente estes são determinantes de longo prazo das exportações, cujo aumento, conforme mencionado anteriormente, vem sendo muito afetado pela desaceleração do crescimento da economia mundial – a queda das exportações para a Ásia deverá alcançar quase 30% em 1998, contribuindo com -5,4% para o desempenho das exportações no ano – e pela queda dos preços das *commodities*. A médio prazo, espera-se também um efeito positivo e significativo da reforma tributária, que passará a ser apreciada pelo Congresso em 1999. A eliminação dos impostos cumulativos tem impacto equivalente a uma desvalorização cambial real, tanto do ponto de vista dos produtos exportados – mesmo quando eles se beneficiam de um esquema reconhecidamente precário de compensações – quanto, principalmente, do ponto de vista da produção doméstica que compete com importações.

A trajetória do crescimento em 1999 deverá refletir as expectativas em relação ao ajuste fiscal e o ritmo de redução da taxa de juros. Dois fatos se destacam no que diz respeito ao nível de atividade: em primeiro lugar, a forte retração atualmente em curso – e que, segundo nossas estimativas, deve fazer com que o PIB cresça a uma taxa bem próxima de zero em 1998, refletindo a acentuada queda nos dois últimos trimestres; e, em segundo, a possibilidade de que, a exemplo do observado no primeiro semestre deste ano, a economia no ano que vem responda rapidamente à redução dos juros, eventualmente revertendo a trajetória de declínio já a partir do terceiro trimestre. As situações, conforme discutido anteriormente, são bastante distintas, inclusive porque o impulso fiscal – a contribuição da política fiscal para a demanda – dessa vez será negativo. No entanto, a efetivação do ajuste fiscal pode atuar favoravelmente sobre as expectativas e assim levar a um aumento da demanda relacionado à percepção de uma trajetória de crescimento sustentável para a economia no médio prazo. Além disso, a efetivação do ajuste permitiria um relaxamento das condições de crédito em uma dimensão mais ampla do que aquela proporcionada apenas pela queda das taxas de juros ao abrir espaço para a redução dos compulsórios e assim um aumento da oferta de crédito a taxas menores na ponta do tomador.

As projeções para o primeiro semestre de 1999 são de uma queda de aproximadamente 3% para o PIB em relação a igual período de 1998. Dada a forte queda estimada para o final de 1998, essa projeção seria consistente com um crescimento anual entre -1% e -1,5%, contando-se com uma recuperação modesta na segunda metade do ano. Associada à implementação de um ajuste fiscal em bases permanentes, às mudanças no sentido de uma maior flexibilidade no mercado de trabalho e à continuidade dos ajustes estruturais, essa trajetória pode se constituir no impulso inicial para um longo período de crescimento sustentado.

Carta de Conjuntura IPEA

Dados disponíveis até 22.12.98

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>