



A conjuntura econômica em 1997 foi marcada pela consolidação da estabilidade, representada por taxas de inflação bastante reduzidas, e pela manutenção das linhas básicas da política econômica. A conjunção destes aspectos com um cenário externo favorável permitiu que a economia registrasse, até o mês de outubro, um crescimento de 3,5%, com especial destaque para recuperação do setor industrial. Paralelamente, o setor externo vinha dando inequívocos sinais de melhora, observando-se desaceleração do crescimento das importações e forte recuperação das exportações, especialmente de manufaturados, ao mesmo tempo que os fluxos de capital cresciam e direcionavam-se para recursos de mais longo prazo, como os investimentos diretos.

A crise asiática, que gerou um ataque às reservas brasileiras na última semana de outubro, exigiu uma rápida estratégia de ajuste baseada, por um lado, na elevação das taxas de juros, e por outro, na definição de um conjunto de medidas fiscais destinadas a reverter as expectativas e neutralizar o impacto esperado do aumento dos juros sobre as contas públicas. Estas medidas foram extremamente bem sucedidas em controlar a situação no curto prazo, evitando uma perda maior de reservas e permitindo um retorno gradual do país ao mercado internacional de capitais. Entretanto, a manutenção de alguns desequilíbrios estruturais, especialmente com relação às contas públicas, mostra que ainda há um longo caminho a ser percorrido na direção de um completo ajuste macroeconômico.

O choque monetário no final do ano reverteu de forma dramática a trajetória de crescimento observada até outubro, de tal forma que a produção industrial nos dois últimos meses do ano registrou uma queda acumulada (em valores sazonalmente ajustados) de 8,3% em relação a outubro. O crescimento esperado do setor industrial no ano passou de cerca de 5,5% antes da crise para cerca de 4,6%. Vale notar que o crescimento acumulado em quatro trimestres até o segundo trimestre de 1997 chegou a 7,3%, evidenciando a magnitude da retomada experimentada no setor. Entre as categorias de uso, observa-se que o setor mais atingido foi o de bens de consumo duráveis, cujo crescimento acumulado em 12 meses caiu de 8,3% em outubro para

2,9% em dezembro. Os bens não-duráveis já vinham registrando baixo crescimento, e fecharam o ano com expansão de apenas 0,7%, embora a sinalização mais recente para este segmento seja bastante positiva. Já os bens intermediários e os bens de capital foram relativamente pouco afetados, ambos passando de um crescimento de 6,1% até outubro para, respectivamente, 4,6% e 4,7% até dezembro. A projeção é de que, no primeiro semestre deste ano, os bens de capital liderem o crescimento, com 5,1%, enquanto os bens intermediários cresceriam apenas 0,2% e os bens não-duráveis, 2,4%. A projeção para os bens duráveis é de uma queda de 12,5%, em valores acumulados em 12 meses.

Um ponto de grande importância é que a trajetória recente aponta para a recuperação da produção no setor de tradeables, o que se deduz do crescimento mais elevado da indústria no ano em relação ao setor de serviços (1,8%). Nos dois anos anteriores, o crescimento havia sido liderado por este último setor, composto basicamente por non-tradeables, basicamente como reflexo do maior crescimento dos preços - e portanto da rentabilidade relativa - destas atividades após a estabilização. O esgotamento de seu crescimento já reflete o processo em curso de ajuste de preços relativos, evidenciado pela inflação nos bens non-tradeables de apenas 9,1% no ano de 1997, ficando pela primeira vez abaixo de 10% e só não tendo sido menor por conta dos reajustes de tarifas públicas. Na agropecuária, é importante destacar que expansão ocorreu tanto nas lavouras (3%) quanto na produção animal (4,8%), que no entanto continua a liderar o crescimento do setor.

Outro aspecto importante refere-se ao comportamento da taxa de investimento da economia. Segundo estimativas do GAC/IPEA, o investimento como proporção do PIB, medido a preços constantes, teria apresentado um crescimento de 1,5 ponto percentual frente ao ano anterior, alcançando o nível de 18% do PIB na média do ano de 1997. Esta recuperação relaciona-se a uma nova safra de investimentos destinados, por um lado, à modernização e ampliação da capacidade da indústria, e por outro ao processo de privatizações e concessões de serviços públicos, refletindo a grande necessidade de recuperação da infra-estrutura econômica. Estes valores, no entanto,

ainda estão distantes da média observada, por exemplo, nos anos 70 (cerca de 23% do PIB), e condicionam-se também pela necessidade de elevação dos níveis de poupança interna. A elevação dos investimentos, especialmente em setores produtores de bens tradeables, juntamente com a manutenção do processo de reestruturação produtiva no setor industrial e com os contínuos ganhos de produtividade da mão-de-obra (34% acumulados entre 1990 e 1996, segundo os dados das Contas Nacionais recentemente publicados), é condição essencial para a retomada de taxas de crescimento do PIB mais elevadas a longo prazo, permitindo a atualização tecnológica e maiores ganhos de eficiência na produção doméstica.

A trajetória do nível de atividade este ano é certamente o ponto de maior controvérsia com relação à conjuntura, especialmente devido aos impactos diretos de sua trajetória sobre as contas externas. Embora haja números controversos, seu comportamento neste início de ano indica uma desaceleração menor do que a esperada imediatamente após a crise asiática. Após a queda no final do ano, os primeiros sinais de recuperação já surgiram em janeiro: segundo o Indicador IPEA, a produção industrial teria crescido, em termos dessazonalizados, 6% em relação a dezembro, e 1,5% em relação a janeiro passado. No entanto, a expectativa para o primeiro trimestre é ainda de uma queda do PIB de 0,7%, em termos dessazonalizados, na comparação com o último trimestre de 1997. Na comparação com o primeiro trimestre do ano passado, a baixa base de comparação faz com que a expectativa de crescimento chegue a 3%. Já é possível, de qualquer forma, prever-se uma recuperação mais intensa da atividade a partir do segundo trimestre, fazendo com que o crescimento do PIB nos primeiros seis meses do ano chegue a 1,1% na comparação com o mesmo período do ano anterior.

Este cenário de expansão mais lenta da atividade econômica deve garantir também um comportamento bastante favorável da inflação este ano, com taxas nos diversos índices ainda mais baixas do que as registradas em 1997, quando ficaram na casa de 4,5% nos preços ao consumidor. Estes resultados ficaram bem abaixo das previsões feitas no início do ano, que indicavam índices na casa de 7% a 8%. A inflação medida pelo IGP da Fundação Getúlio Vargas ficou em 7,5%, acima dos demais índices devido à influência, principalmente, dos preços agrícolas no atacado, que cresceram 17,7%. Este índice reflete o substancial ganho de renda agrícola no ano, em especial nos setores voltados para exportação. Neste início de ano, apesar de diversos aspectos que sazonalmente pressionam os índices de

preço para cima, a inflação permaneceu bem comportada, ficando abaixo dos níveis registrados no ano anterior. Em janeiro, o índice combinado (média do IGP-DI, IPC-FIPE e INPC) ficou em 0,66%, e no acumulado em 12 meses registrou 4,87%, contra 5,54% no acumulado até dezembro de 1997.

Quanto à política monetária, a trajetória de queda gradual das taxas básicas de juros já havia sido interrompida em maio do ano passado, quando a TBC se estabilizou ao nível de 1,58% ao mês (20,7% a.a.). Em novembro, a taxa foi elevada para 3,05% a.m., o equivalente a 43% a.a., mas com a retomada das entradas líquidas de recursos externos em janeiro já foi possível ao Banco Central reduzi-las para 34,5% a.a. em fevereiro. Com a redução para 28% a.a. na última reunião do Copom, é possível que já em meados do ano os níveis anteriores à crise voltem a ser observados. Esta redução vem sendo possível também pela grande redução das desvalorizações esperadas da taxa de câmbio (conforme as cotações dos mercados futuros), o que elevou significativamente o cupom cambial coberto. No entanto, deve ficar claro que a situação do mercado internacional de capitais ainda é instável, o que é representado pelos maiores prêmios de risco pagos pelos papéis dos países emergentes recentemente emitidos no exterior. Novas reduções dos juros estarão, assim, diretamente condicionadas pela manutenção da credibilidade da política econômica doméstica e, principalmente, pela normalização dos mercados internacionais.

Com relação às contas externas, a crise asiática afetou o país em um momento no qual seu desempenho dava sinais sensíveis de melhora: desaceleração do ritmo de crescimento das importações, maior crescimento das exportações, em especial de produtos manufaturados, menor crescimento dos déficits na balança de serviços, redução dos spreads na captação de recursos externos e forte aumento dos investimentos diretos. De fato, o déficit comercial de US\$ 8,3 bilhões no ano, bastante inferior às projeções mais pessimistas feitas durante o ano, seria uma notícia excepcional em termos de aumentar a credibilidade da política econômica brasileira, principalmente diante dos investidores estrangeiros. No entanto, a crise asiática acabou por ofuscar estes fatos, resultando em uma perda de reservas de cerca de US\$ 8 bilhões na comparação do saldo no final de dezembro com o mesmo valor do ano anterior.

Os dados do balanço de pagamentos do último trimestre de 1997 mostram que os fluxos de capital foram intensamente afetados pela crise, de forma que o superávit da

conta capital, que havia sido de US\$ 10,8 bilhões no trimestre anterior, caiu para apenas US\$ 941 milhões. Para isso colaboraram a grande saída líquida de investimentos de portfólio (US\$ 2,8 bilhões), o déficit nos capitais a curto prazo (US\$ 5,1 bilhões), a o elevado valor das amortizações (US\$ 13 bilhões), praticamente igual ao valor dos empréstimos e financiamentos captados no período. Apenas os investimentos diretos não foram afetados pelos problemas na Ásia, mantendo sua trajetória de rápido crescimento e alcançando US\$ 17 bilhões no total do ano.

Nos dois primeiros meses de 1998, com a reação bem-sucedida comandada pelo Banco Central, a situação já dá sinais de normalização, embora não se espere retornar, a curto prazo, aos mesmo níveis de facilidade nas captações externas prevalentes antes da crise. Apesar do Banco Central já ter reduzido os juros de forma considerável, o país acumulou nada menos que US\$ 6 bilhões em reservas internacionais, fruto de fortes entradas de recursos de curto prazo - para aproveitar o elevado diferencial de juros - e da retomada das captações de empréstimos externos. Outro fato importante para a reversão de expectativas tem sido a melhora dos resultados da balança comercial, de tal forma que o déficit no primeiro bimestre de 1998 foi de US\$ 878 milhões, com queda de mais de 40% em relação ao mesmo período de 1997. As exportações mantêm uma taxa de expansão razoável, de 11,7% no acumulado do ano, enquanto as importações tiveram crescimento de apenas 0,9%, já dando sinais de reação à contração da atividade econômica iniciada em novembro.

Não há dúvida, porém, que estes últimos acontecimentos deixaram mais evidente os riscos associados a uma estratégia baseada na atração de poupança externa. A necessidade de financiar elevados déficits em conta corrente torna a economia mais sensível às condições de liquidez e volatilidade do mercado internacional de capitais, e em situações de crise a lógica de funcionamento do

mercado leva a que problemas originados em uma determinada região ou país se alastrem para outras regiões com relativa rapidez, mesmo na ausência de maiores desequilíbrios nestas últimas. É neste sentido que a forte reação da política econômica brasileira à crise recente foi acertada, por não subestimar seus potenciais efeitos e por dispor-se a sacrificar, no curto prazo, o desejado crescimento econômico

O desempenho das contas públicas mostra-se cada vez mais como a grande questão estrutural a ser equacionada na busca da estabilidade macroeconômica. Em 1997, assim como nos anos anteriores, o resultado fiscal ficou aquém do necessário para produzir uma melhoria significativa das contas públicas, registrando-se um déficit operacional de 4,07% no ano, no conceito de necessidades de financiamento do setor público consolidado, superior ao déficit de 3,75% registrado em 1996. A conta de juros reais ficou em 3,39% do PIB, mostrando uma pequena elevação nos meses de novembro e dezembro, mas ficando ainda inferior aos 3,66% do ano anterior. A piora ocorreu mesmo no resultado primário, que de um superávit de 0,09% do PIB em 1996 passou a um déficit de 0,67%.

A piora se deu tanto no governo federal, que teve equilíbrio no seu resultado primário quando dele se esperva um superávit próximo a 0,5% do PIB, quanto nos estados e municípios, que tiveram déficit de 0,75%, piorando em relação ao déficit de 0,55% do PIB de 1996. As empresas estatais tiveram pequeno superávit primário de 0,07% do PIB. Vale dizer que estes resultados não consideram a receita das privatizações. Se estas forma incluídas, o déficit operacional consolidado cai para 2,16% do PIB. De qualquer modo, estes resultados mostram que ainda há um enorme desequilíbrio das contas públicas nos diversos níveis que são apenas temporariamente compensados pela receita de privatizações, evitando um crescimento mais acelerado da dívida pública.