A evolução dos principais indicadores do lado real da economia no período recente permite caracterizar um quadro de recuperação moderada da produção frente aos baixos níveis observados no final do ano passado. A presença do setor de bens de capital (refletindo a trajetória do investimento e das privatizações) na liderança desse processo, assim como o desempenho expressivo das exportações de produtos manufaturados, introduzem um elemento positivo na análise do período, e se contrapõem aos reveses observados em outras áreas, em especial no controle do déficit público. Por outro lado, o ambiente externo voltou a apresentar elevada volatilidade, com as economias asiáticas, agora acrescidas do Japão, dando mostras de não terem ainda superado os desequilíbrios que em outubro produziram forte instabilidade no mercado financeiro internacional. Adicionalmente, a Rússia, em função do elevado desequilíbrio fiscal e do impasse político na votação de reformas estruturais, passou a apresentar dificuldades para rolar suas dívidas interna e externa. Embora o acordo com o FMI contribua para criar um clima favorável entre os investidores, a pressão sobre o rublo deverá continuar enquanto as questões estruturais não forem adequadamente enfrentadas. Internamente, esta instabilidade externa vem se refletindo sobretudo no mercado financeiro: apesar de o Banco Central ter prosseguido com sua política de reduzir as taxas de juros, ocorreu ao mesmo tempo uma reversão nos mecanismos de execução da política monetária, que até então vinham se caracterizando por uma tendência ao alongamento dos prazos da dívida pública e por um certo automatismo no ajuste da liquidez. Desde junho o Banco Central passou a operar basicamente com papéis pós-fixados indexados à taxa Selic e também a regular a liquidez através de frequentes operações de "go around".

Dados do IBGE relativos ao PIB trimestral, ajustados utilizando-se fatores sazonais estimados pelo GAC-IPEA, mostram que os efeitos sobre a atividade econômica das medidas implementadas ao final de outubro/início de novembro do ano passado, com o objetivo de proteger a economia dos efeitos sobre os fluxos de capital externo desencadeados pela crise na Ásia, foram mais intensos no último trimestre de 97, quando o PIB registrou queda de 1%, em valores dessazonalizados, em relação ao trimestre anterior. Dentre estas medidas destaca-se a elevação dos juros, que dobraram de patamar num primeiro momento para começar a declinar de forma mais acentuada somente a partir de janeiro, a elevação de impostos e o corte de gastos.

No primeiro trimestre de 1998 o PIB voltou a registrar pequeno crescimento, de 0,3%, em relação ao último trimestre do ano passado, enquanto na comparação com o primeiro trimestre do ano passado o crescimento foi de 1,6%, embora neste caso acabe prevalecendo a base de comparação relativamente deprimida daquele período. O pequeno crescimento do PIB no primeiro trimestre em relação ao final do ano passado ocorreu a despeito do desempenho do setor agropecuário, que teve queda, no índice dessazonalizado, de 17,5%. Os serviços tiveram crescimento de 1,1%, enquanto a indústria registrou expansão de 1,2%, após ter registrado queda de 2,6% no trimestre anterior.

A trajetória dos diferentes segmentos da indústria nos primeiros quatro meses do ano revela comportamentos diferenciados. De acordo com dados do IBGE, a indústria geral (extrativa + transformação) apresentou queda de 1,1% no acumulado do ano até abril; em termos setoriais, contudo, enquanto os bens intermediários exibem uma relativa estabilidade (queda de 0,4% na mesma base de comparação), e os bens de consumo duráveis recuam 21,5%, os bens de capital apresentam crescimento de 5,3%. Ainda que negativos em seu conjunto, estes resultados no primeiro quadrimestre do ano indicam uma tendência de recuperação da produção industrial depois da forte queda do final do ano passado. De acordo com o próprio IBGE, a produção média do bimestre março/abril teria sido, em termos dessazonalizados, 3,7% superior à de dezembro. Segundo dados da Fiesp, a recuperação teria sido ainda mais intensa, com o Indicador do Nível de Atividades (INA) tendo inclusive retornado, em abril, ao nível dessazonalizado observado em outubro do ano passado, embora a queda de maio tenha voltado a colocá-lo novamente abaixo daquele pico.

Em termos de tendências, a perspectiva é de que esta trajetória de recuperação se acentue nos próximos meses em função de uma retomada do consumo e da manutenção e/ou ampliação dos programas de in-

vestimentos – associados ou não a privatizações. Os indicadores de inadimplência no comércio, que haviam crescido significativamente no início do ano, já recuaram bastante, e os efeitos da redução expressiva das taxas de juros nos primeiros meses do ano ainda estão por se fazer sentir plenamente sobre a disposição das empresas de retomarem os níveis de produção observados antes da crise. O estímulo ao crédito - derivado do relaxamento de algumas restrições ainda existentes sobre os prazos de consórcios, da redução das taxas de juros e da nova regulamentação nos financiamentos habitacionais e a redução do IOF de 15 para 6% nas operações de crédito ao consumidor -, a política fiscal ainda relativamente expansionista e o aumento da renda agrícola também devem contribuir para a sustentação de níveis crescentes de produção e de renda.

A trajetória da inflação nos primeiros meses do ano manteve a tendência de taxas declinantes em termos anuais, mas passou a refletir de modo mais intenso os efeitos de choques de oferta localizados – em especial sobre os preços dos alimentos, em conseqüência da quebra de safra no Nordeste (caso do feijão) e no Sul (do arroz, em conseqüência do excesso de chuvas). Assim, o IPC - Fipe de maio (variação de 0,52%) refletiu basicamente os aumentos de preços do arroz e do feijão (com impacto de 0,55%) e do vestuário (tipicamente sazonal, com impacto de 0,45%), enquanto os demais itens, em conjunto, tiveram impacto agregado de -0,48%. Em junho, superados os aumentos do arroz e do feijão e mantido o comportamento favorável dos demais itens, a variação do índice da Fipe caiu para 0,2%, acumulando em 12 meses apenas 1,9%. No caso do IGP, percebe-se uma tendência mais clara de desaceleração, refletindo o comportamento dos preços no atacado, em particular dos produtos agrícolas de exportação, que no ano passado haviam aumentado significativamente. A variação acumulada em 12 meses do IPA, que em dezembro de 1997 era de 7,8%, reduziu-se em junho para 3,8%, fazendo com que a variação acumulada em 12 meses do IGP caísse de 7,5% em dezembro para 4,1% em junho.

Os resultados da balança comercial nos primeiros meses do ano vêm refletindo tanto a desaceleração da atividade econômica quanto o processo de transformação estrutural da base produtiva. Assim, a melhora observada no saldo da balança comercial – déficit acumulado até junho de US$ 2 bilhões, ou cerca de 45% a menos do que em igual período do ano passado – decorre tanto de um aumento das exportações (+4,8%) quanto de uma virtual estagnação das importações (queda de 1,8%). Vale destacar, no entanto, o desempenho das exportações de manufaturados, com crescimento de 15,8% no período janeiro/maio em relação ao mesmo período do ano passado. Este crescimento, aliado ao dos semi-manufaturados (+3,9%), mais do que compensa a queda observada nas exportações de produtos básicos (-10,3%), fruto de uma redução acentuada nos preços internacionais de nossos principais produtos de exportação (em abril, segundo a Funcex, o índice de preços das exportações de produtos básicos foi 16,3% inferior ao índice de abril de 1997). Pelo lado das importações, destaca-se a manutenção em patamar elevado das compras externas de bens de capital (variação de 4,8% entre janeiro e maio relativamente a igual período de 1997), bem como o crescimento das importações de produtos intermediários e matérias primas, com aumento de cerca de 2,3% frente aos primeiros cinco meses de 1997. As importações de bens de consumo neste mesmo período declinaram 6,8%.

A balança de serviços, ao contrário do saldo comercial, apresentou uma melhora bem mais modesta até maio, com o déficit se reduzindo de US$ 9.952 milhões nos primeiros cinco meses do ano passado para US$ 9.919 milhões em igual período neste ano. Assim, quase toda redução do déficit em transações correntes – de US$ 12,4 bilhões em janeiro/maio de 1997 para US$ 11,3 bilhões em janeiro/maio de 1998 – se explica pela melhoria nos fluxos de comércio. No entanto, é importante notar que mesmo no interior dos fluxos de serviços já é possível notar algumas mudanças de composição, com aumento dos fluxos líquidos de pagamentos de juros e queda nos demais itens, incluindo viagens internacionais, transportes e remessas de lucros e dividendos.

O período janeiro/maio marcou também uma profunda mudança em relação ao cenário de fuga de recursos externos dos dois últimos meses do ano passado, registrando captações brutas de US$ 64,7 bilhões (contra US$ 38,3 bilhões em igual período do ano passado) e um ganho líquido de reservas de US$ 20,6 bilhões – que alcançaram US$ 72,8 bilhões ao final de maio, o equivalente a 14 meses de importações. Nota-se também que são os empréstimos de longo prazo que vem respondendo pela maior parcela dos fluxos, seguidos pelos investimentos em portfolio e pelos investimentos diretos. O fluxo de capitais de curto prazo neste período mostrou-se negativo (-US$ 5,7 bilhões), refletindo a queda das captações de recursos para empréstimos ao setor agro-industrial (a chamada "63 caipira") e o crescimento das amortizações nesta mesma modalidade.

As tensões externas, ao contrário de episódios semelhantes ocorridos no passado recente, manifestaram-se de forma mais acentuada não nos mercados de câmbio (spot ou futuro), mas no mercado monetário, onde as expectativas de juros futuros levaram a um descolamento muito grande das taxas em relação aos níveis correntes definidos pelo Banco Central. Esta expectativa, por outro lado, refletiu-se em dificuldade crescente para o governo rolar sua dívida com papéis pré-fixados, levando assim, após um breve impasse, à retomada do uso de papéis pós-fixados (LBCs e LFTs) e a intervenções mais freqüentes do Banco Central no mercado para regular a liquidez. Este é, obviamente, um retrocesso em relação ao caminho que vinha sendo trilhado na condução da política monetária, e deve ser entendido como um fenômeno temporário, associado não tanto à maior volatilidade do cenário internacional, mas à percepção de uma maior fragilidade frente aos choques externos. As cotações mais recentes dos mercados de câmbio e juros futuros, no entanto, já começaram a embutir uma expectativa compatível com o atual nível da TBC, de 20,75% a.a.

Esta percepção de uma maior fragilidade, por seu turno, certamente encontra na deterioração fiscal do final do ano passado uma de suas principais causas. Note-se que, comparando os resultados dos primeiros quatro meses do ano com igual período de 1997 pode-se inclusive detectar sinais de melhora: o resultado primário do setor público consolidado teria melhorado entre os dois períodos, passando de um superávit de R$ 2,6 bilhões no primeiro quadrimestre de 1997 para outro de R$ 3,7 bilhões em 1998. No entanto, a percepção mais geral é de que essa melhoria refletiria muito mais o efeito de medidas de caráter transitório que contribuíram para elevar a arrecadação tributária (IR na fonte sobre os fundos de renda fixa, por exemplo) e demais receitas do governo (as receitas das concessões da Banda B, por exemplo) do que de um esforço de controle dos gastos.

No centro do problema fiscal atualmente encontra-se a questão previdenciária, tanto do setor privado (expressa nas contas do INSS) quanto do setor público. O déficit do INSS (inclusive despesas operacionais) aumentou de R$ 2,5 bilhões para R$ 5,4 bilhões entre 1996 e 1997 (a preços de dezembro de 1997). Os pagamentos a inativos do setor público federal excederam as contribuições previdenciárias do pessoal ativo em R$ 15,8 bilhões em 1996 e R$ 16,2 bilhões em 1997. Somados, os dois déficits representaram 2,4% do PIB em 1997, e seu impacto só não foi maior porque nas demais contas do governo federal obteve-se um superávit primário de 2,2% do PIB (1,7% do PIB em 1996). Além do fato de que estes números não incluem a situação nos estados e municípios, existe o agravante de que a tendência de ambos os sistemas – o público e o privado – é de aumento do desequilíbrio, a menos que uma reforma profunda altere a forma como o sistema se encontra hoje estruturado. A reforma da Previdência atualmente em fase de final de votação no Congresso representa apenas o primeiro passo no sentido de se corrigirem as bases do sistema previdenciário no Brasil, permitindo assim avançar na direção de um ajuste permanente nas contas públicas.