



cenário mais geral nesse terceiro trimestre vem confirmando as expectativas de uma recuperação mais forte da atividade econômica. Simultaneamente, a inflação voltou a desacelerar-se, com alguns índices apontando até mesmo para uma pequena deflação em setembro. A recuperação dos níveis de produção tende a ser reforçada pela continuidade da estratégia de flexibilização da política monetária e liberação gradual do crédito. Nesse sentido, não apenas as taxas de juros recuaram de patamar, mas também uma série de normatizações foi implementada, beneficiando os consórcios, as empresas de arrendamento mercantil e factoring. No que se refere ao setor externo, a balança comercial voltou a apresentar déficits a partir de junho, embora o primeiro semestre tenha registrado uma redução no déficit em transações correntes. Este movimento foi acompanhado por melhora no perfil da conta de capital, com os investimentos diretos e os empréstimos de longo prazo tomando o lugar antes reservado aos investimentos em portfólio e empréstimos de curto prazo. Os elementos críticos continuam situados no setor governamental. Com efeito, o déficit operacional até julho, de 3,7%, aponta para uma grave restrição ao ajustamento de longo prazo, comprometendo as taxas de crescimento futuras.

Os dados mais recentes relativos à atividade econômica indicam que o processo de recuperação, iniciado no último trimestre de 1995, vem avançando de forma gradual, mas ainda sujeito às restrições impostas pelo esforço de estabilização. Com relação ao PIB, os dados divulgados pelo IBGE, até o segundo trimestre de 1996, apontam para uma taxa de crescimento acumulado em quatro trimestres de 0,3%, o que representa um resultado bastante positivo se considerarmos que a base de comparação é um período que registrou altos níveis de atividade econômica. Na margem os resultados do segundo trimestre indicam um crescimento, em termos dessazonalizados, de 1,4% em relação ao primeiro trimestre do ano, e de 2,4% em relação ao segundo trimestre de 1995.

Em termos de composição setorial, as taxas de doze meses ainda exibem fracos desempenhos das indústrias de transformação (-5,9%) e da construção civil (-3,8%), o que determinou que o setor industrial apresen-

tasse uma taxa negativa (-3,9%). Assim, os setores de serviços (+3,2%) e agropecuário (+2,9%) continuaram a sustentar o crescimento. Os subsetores de comunicações (+19,6%), produção animal (+11,9%) e extrativo mineral (+10,4%) foram os maiores responsáveis pelo crescimento observado.

Os resultados do IBGE para o desempenho da indústria em julho apontam para um crescimento de 4,3% (dessazonalizados) em relação a junho e de 9,6% em relação a julho de 1995. Considerando essa tendência de crescimento mais acelerado da produção industrial no segundo semestre (incluindo-se uma estimativa de crescimento de 1,1% em agosto), as previsões de crescimento do PIB passam a situar-se mais próximas a 3% para este ano, com expansão de 2% para a indústria.

É importante destacar que a questão do crescimento deve ser enfocada em uma perspectiva mais ampla, que inclua, além do impacto da estabilização, as mudanças estruturais desencadeadas pela abertura comercial e pela redução do papel do Estado na economia. Esse processo de mudanças estruturais caracteriza-se pela necessidade de adaptação das empresas a um novo ambiente econômico através de investimentos que visem à racionalização da produção e ganhos de produtividade. A taxa de investimento, embora tendo voltado a crescer nos últimos três trimestres -- tendo alcançado no terceiro trimestre deste ano, segundo estimativas preliminares, 16,5% do PIB -- ainda se encontra abaixo dos níveis exigidos para garantir um crescimento sustentável da economia da ordem de 6% ao ano.

Portanto, numa perspectiva de longo prazo a restrição interna ao crescimento decorre da necessidade de elevar os níveis de poupança doméstica, em particular a poupança pública. Essa necessidade fica evidenciada quando se analisa os requisitos de poupança doméstica para financiar o esforço de investimento de 23,3% do PIB, medido a preços correntes, que seria necessário para garantir um crescimento sustentado da ordem de 6% ao ano. Considerando uma poupança externa do 2% do PIB, teríamos que elevar a poupança doméstica dos 17% do PIB estimados para 1995 para 21,3% do PIB. A poupança privada atingiu 18% do PIB em 1995, enquanto a poupança pública caiu de uma média anual de 3,5% do PIB

entre 1991 e 1994 para -0,9% do PIB em 1995. A maior parcela do esforço de aumento da poupança doméstica, portanto, deverá vir do setor público.

Pelo lado externo, a balança comercial voltou a apresentar saldo negativo em agosto (US\$ 291 milhões), levando o déficit acumulado no ano para US\$ 937 milhões. As exportações nesse período somaram US\$ 31,7 bilhões (+5,8% sobre o mesmo período do ano passado) e as importações US\$ 32,7 bilhões (-3,6% na mesma base de comparação). Destaca-se, no caso das exportações, o desempenho dos produtos manufaturados, com crescimento de 6,9% em relação a igual período de 1995, e, no caso das importações, o crescimento das compras de bens de capital (11,4%).

Na comparação com o acumulado em igual período do ano passado, os dados do balanço de pagamentos até agosto mostram ainda uma relativa estabilidade no déficit da conta de serviços líquidos (em torno de US\$ 12 bilhões), embora os pagamentos de juros tenham aumentado cerca de 20%. O déficit em transações correntes reduziu-se de US\$ 13 para US\$ 11 bilhões, correspondendo a 2,8% do PIB (contra 3,5% do PIB em igual período do ano passado).

A conta capital também apresentou melhoria substancial no primeiro semestre (últimos dados disponíveis), com entradas líquidas de US\$ 15,7 bilhões, contra US\$ 6,3 bilhões no mesmo período do ano passado. Porém, o mais importante é a melhoria do perfil do financiamento externo. Os empréstimos de médio e longo prazo totalizaram US\$ 11,8 bilhões, contra US\$ 3,3 bilhões de capitais de curto prazo. Já os investimentos diretos, no acumulado de janeiro a agosto, alcançaram US\$ 5,4 bilhões, superando os US\$ 3,4 bilhões dos investimentos de portfólio. O valor líquido dos recursos de curto prazo ingressados até agora foi inferior à acumulação de reservas no período, o que significa que o chamado *smart money* não tem sido uma fonte fundamental de financiamento dos déficits externos.

Os principais índices de inflação apresentaram desaceleração em julho e agosto, após aumento ocorrido no segundo trimestre do ano. O índice da FIPE ficou em 0,34% em agosto, apesar da pressão altista dos aluguéis e tarifas de serviços públicos, que foi compensada pela variação negativa dos demais grupos que compõem o índice, com exceção das despesas pessoais e de saúde. A variação do INPC do IBGE foi de 0,50% em agosto, também pressionada pelos aluguéis e serviços públicos domésticos. A inflação medida pelo IGP-DI foi zero em

agosto, enquanto o IGP-M apresentou em setembro variação de 0,1%.

Mantém-se assim a tendência de queda na taxa de inflação acumulada em 12 meses, medida pelo índice combinado (média do IGP, IPC-FIPE e INPC). O índice ficou em 12,2% em agosto, contra 16,4% em maio último. Considerando que não são esperados grandes aumentos de tarifas públicas, e que outros itens relevantes, como alimentação e vestuário, têm apresentado variações negativas, pode-se esperar que o índice combinado feche o ano em níveis próximos de 10%. Consolida-se, portanto, uma nova dinâmica para a inflação, na qual eventuais aumentos de preços de alguns produtos não mais se refletem em uma alta generalizada, caracterizando apenas uma alteração de preços relativos, o que evidencia o sucesso do processo de desindexação da economia.

A política monetária, nesse terceiro trimestre, vem passando por grandes transformações. Não tanto pelo delineamento estratégico, que deu prosseguimento a uma trajetória decrescente das taxas de juros (reforçada pela queda projetada para outubro, a partir da fixação da TBC em 1,82% a.m.) e relaxamento paulatino das restrições ao crédito, mas sobretudo pela mudança nos mecanismos de sua execução. Vale notar que a queda gradual dos juros foi interrompida apenas em princípios de agosto em função da instabilidade gerada pela demissão do Ministro Cavallo, que fez o Banco Central aumentar o patamar da taxa SELIC efetiva para 2% (após haver fechado julho em 1,93%), passando reduzi-la gradualmente ao longo do mês até o fechamento em 1,97%.

Simultaneamente, com o objetivo de aliviar as rígidas restrições ao crédito implementadas em meados de 1995, e que vinham gerando altos níveis de spread entre as taxas ativas e passivas (da ordem de 14,5% ao ano) e um elevado grau de inadimplência (de cerca de 14% nos empréstimos do sistema financeiro ao setor privado), o Bacen implementou uma série de medidas, destacando-se a possibilidade de efetuar lances nos consórcios, a extinção da proibição de as empresas de factoring financiarem suas carteiras junto a instituições do sistema financeiro e a implementação de novas modalidades de leasing, que facilitam o acesso de pessoas físicas a esse tipo de contrato. Como resultado destas medidas, deve ocorrer nos próximos meses um estímulo aos setores de bens duráveis, fundamentalmente na indústria automotiva, mas também nos setores eletro-eletrônicos.

A base monetária e o M1, que em julho haviam crescido 1,4% e 1,5%, em agosto sofreram reduções de 4,4% e 2,4%, respectivamente. Apesar das operações com títulos públicos federais em agosto terem sido expansionistas (R\$ 578 milhões), esse efeito foi anulado pela conta do Tesouro Nacional, que contribuiu para uma contração da base de R\$ 584 milhões. Dois elementos foram cruciais no sentido de uma diminuição desses agregados monetários. O primeiro foi a Assistência Financeira de liquidez (- R\$ 2.890 milhões), como resultado do pagamento das linhas de redesconto que as instituições financeiras haviam requisitado em julho. Em segundo lugar, grandes instituições bancárias promoveram uma migração das contas dos seus clientes dos depósitos à vista para os fundos de investimento de curto prazo, garantindo-lhes o resgate automático, o que possibilitou uma contração da base de R\$ 672 milhões. Esse movimento deveu-se à tentativa dessas instituições de migrarem de uma alíquota de encaixes compulsórios de 81% associada aos saldos de depósitos à vista para outra de 42% aplicável aos saldos dos fundos de investimento de curto prazo.

O terceiro trimestre representou ainda um marco em termos de mudança na forma de execução da política monetária no Brasil. Nesse período começou-se a abandonar um modelo de controle monetário via fixação de juros (que foi o que se pôde fazer num cenário de alta inflação), em favor de mecanismos clássicos, onde o foco passou a ser as operações dinâmicas (de médio e longo prazo), ficando o mercado com mais liberdade para fixar a taxa de juros. A criação do Comitê de Política Monetária (COPOM), da Taxa Básica do Banco Central (TBC) e da Taxa de Assistência do Banco Central (TBAN) foram o primeiro passo nesse sentido. Na nova sistemática, a zeragem do mercado deixa de ser feita pelo mercado aberto - dispensando intervenções diárias da autoridade monetária -, permitindo às

instituições zerarem as suas posições, no caso de falta de reservas, por meio das linhas de redesconto. Apesar de um início onde as novas linhas de redesconto estiveram pouco concorridas, em função da imagem ruim que esse instrumento trazia para aquelas instituições que o utilizassem, observou-se, no final de julho, uma inflexão nesse comportamento, quando R\$ 4,4 bilhões foram tomados, ao passo que, por outro lado, praticamente não houve mais leilões informais.

As necessidades de financiamento do setor público, estimadas pelo Banco Central, apontam para um déficit operacional de 3,7% do PIB acumulado de janeiro a julho de 1996. O governo federal, inclusive Banco Central, contribuiu com 1,23% do PIB, os estados e municípios com 2,18% do PIB e as empresas estatais com 0,3% do PIB. No conceito primário, o governo consolidado apresentou déficit de 0,19% do PIB, com o governo federal e as empresas estatais apresentando superávits de 0,76 e 0,06% do PIB, respectivamente, e os estados e municípios déficit de 1%.

Deve-se ressaltar que, embora a trajetória seja de redução dos déficits ao longo do tempo, avanços mais significativos ainda dependem de reformas constitucionais, em particular a da Previdência e a Administrativa. A importância dessas reformas está em proporcionar maior flexibilidade à gestão do gasto público, permitindo adequá-lo ao volume das receitas e conferindo-lhe maior eficiência. Este aspecto é particularmente crítico nos estados, onde uma parcela significativa da arrecadação encontra-se atualmente comprometida com as folhas de pessoal e pagamentos de encargos financeiros. Neste caso, o ajuste teria que ser combinado com um esforço de privatização que permitisse alcançar uma situação patrimonial mais equilibrada.