A evolução recente da conjuntura econômica vem sendo ditada pelos desdobramentos da crise financeira e cambial que tem abalado as principais economias do Sudeste Asiático, atingindo não somente os "novos tigres" (Tailândia, Malásia, Indonésia e Filipinas) mas também países em estágio mais avançado de desenvolvimento, como Coréia do Sul e Hong Kong. Os efeitos imediatos, em nível global, foram um profundo ajuste de preços de ativos e de posições em carteira nos mais importantes centros financeiros internacionais, resultando em enorme ampliação da volatilidade nesses mercados. Embora não se caracterize ainda como uma crise de liquidez internacional, a presente situação gera efeitos negativos para os países que dependem de financiamento externo em volume substancial para fechar suas contas externas, como é o caso do Brasil, tornando o cenário de curto e médio prazos menos previsível quanto aos fluxos de capital. Quanto aos efeitos de longo prazo, estes irão depender, fundamentalmente, do caráter permanente ou transitório desta crise.

A configuração de um choque externo -- em maior ou menor grau -- exige uma reação adequada de política econômica, dado que a estratégia de estabilização depende da manutenção de um fluxo regular de recursos externos para financiar os déficits em conta corrente. A reação veio, em um primeiro momento, na forma de uma forte elevação dos juros básicos da economia, de modo que a TBC (taxa básica do Banco Central) elevou-se de 1,58% para 3,05% em novembro. Apesar de seus efeitos negativos sobre o sistema financeiro e sobre os pagamentos de juros da dívida pública, a medida logrou conter o movimento especulativo ocorrido na última semana de outubro, e que havia consumido cerca de US$ 9 bilhões em reservas internacionais.,

Em um segundo momento, o governo passou a atacar os fundamentos fiscais do desequilíbrio macroeconômico. O pacote fiscal, anunciado no início de novembro contempla medidas tanto de redução de gastos quanto de elevação de receitas, além de medidas para controlar o déficit de estados, municípios e estatais e para estimular as exportações. Embora contenha na sua maior parte medidas de caráter transitório, ele representa uma primeira demonstração de esforço de ajuste fiscal, como resposta à crise. Ao mesmo tempo, o governo passou a demandar o Congresso no sentido de acelerar a tramitação das reformas constitucionais, como a reforma administrativa e a previdenciária.

Outro aspecto de destaque neste contexto é o programa de privatizações, que vem sendo reafirmado como elemento-chave da política econômica atual, tanto pelo lado do ajuste das contas públicas quanto da captação de recursos externos. A simples existência de um programa dessa magnitude, ainda que os próprios valores nele envolvidos possam vir a sofrer revisões devido aos últimos acontecimentos, distingue o Brasil dos demais mercados emergentes.

É importante ter claro que a percepção de uma maior vulnerabilidade externa da economia brasileira acentuou-se não como decorrência de uma deterioração das condições internas, mas sim da perspectiva de mudanças no quadro internacional. Na verdade, estes problemas ocorreram em um momento em que os indicadores do lado real da economia mostravam sinais bastante positivos: a atividade econômica permanece em níveis elevados, a despeito da desaceleração da indústria de bens de consumo duráveis; a balança comercial apresentava resultados bem mais favoráveis que as estimativas realizadas no início do ano; a inflação atingia níveis inferiores aos esperados pelo próprio governo; e as contas públicas vinham dando sinais de melhoria, inclusive nos estados e municípios. Naturalmente, as medidas recentes de política econômica irão alterar esta trajetória, especialmente na questão do crescimento, que deve apresentar uma desaceleração pronunciada no ano que vem, embora sem desembocar necessariamente em recessão.

O último trimestre caracterizou-se pela sustentação, em patamares elevados, do nível de atividade econômica – em especial da produção industrial –, ainda que em meio a um quadro de queda nas vendas de bens de consumo duráveis (exceto automóveis) e aumento da inadimplência no comércio. O nível da produção industrial em setembro foi 6,2% superior ao de setembro do ano passado, e no terceiro trimestre ficou 3,4% acima do mesmo período de 1996. Em função do desempenho da indústria nos últimos meses, bem como frente a um crescimento maior do que o esperado na construção civil, as projeções de crescimento do

PIB para este ano foram revistas em outubro para 4%, com uma expansão da indústria geral próxima a 5%.

O fato mais relevante neste contexto foi a modificação na composição do crescimento industrial, com a indústria de bens de capital e bens intermediários -- no caso destes últimos, associados principalmente à produção de insumos para a construção civil -- substituindo os bens de consumo duráveis enquanto elementos dinâmicos do crescimento. No terceiro trimestre a indústria de bens de consumo duráveis teve queda de 1,7% frente ao mesmo trimestre do ano passado, enquanto a indústria de bens de capital apresentou crescimento de 8% e a de bens intermediários cresceu 4,3%. A retomada dos investimentos em infra-estrutura, refletindo a aceleração do programa de privatizações e concessões de serviços públicos, explica grande parte desse desempenho.

Estes resultados são consistentes com a estimativa feita pelo Grupo de Acompanhamento Conjuntural, de que a formação bruta de capital fixo trimestral teria alcançado 16,9% do PIB no último trimestre, enquanto a taxa média de quatro trimestres (16,7%) é apenas 0,2 ponto percentual inferior ao máximo observado no pós-Real (16,9% do PIB no terceiro trimestre de 1995). Além disso, conforme apontado no Boletim Conjuntural de outubro, há sólidas razões para suspeitar que esta taxa, medida a preços constantes de 1980, esteja subestimando a verdadeira trajetória do investimento.

A transição entre os setores líderes do crescimento industrial, apesar de vir sustentando o nível da atividade econômica, deverá por si só implicar uma desaceleração transitória do crescimento. No entanto, a médio prazo, à medida que os efeitos multiplicadores sobre a renda deste aumento do investimento comecem a se materializar, espera-se uma aceleração do crescimento tanto do produto quanto do emprego. Destaca-se também o impacto desta mudança sobre as importa-ções: os setores que vinham perdendo fôlego tendem a ser muito intensivos em importações, e sua desaceleração deverá contribuir para aliviar a pressão sobre a balança comercial. A tendência de desaceleração da atividade econômica e das importações tende naturalmente a se aprofundar nos próximos meses como resposta ao aumento dos juros e cortes de gastos públicos recentemente anunciados, embora ainda seja difícil quantificar seus impactos sobre a atividade econômica.

O terceiro trimestre registrou também uma forte desaceleração das taxas de inflação, após um repique no trimestre anterior provocado pelas correções de tarifas públicas, fato que consolida a percepção de que a desindexação teria alcançado estágio bastante avançado após três anos de estabilidade. Observa-se que alguns preços, como os de aluguéis, que vinham apresentando desaceleração bastante lenta em suas taxas de crescimento, passaram mais recentemente a registrar taxas similares ou mesmo inferiores às variações mensais dos índices médios, o que deve reforçar a tendência de reduções adicionais para o próximo ano. Com relação às recentes medidas de ajuste, somente o aumento dos preços dos combustíveis deverá apresentar algum impacto, ao passo que a desaceleração da atividade econômica deverá reforçar a tendência de queda dos índices inflacionários.

Do mesmo modo que no caso da inflação, observou-se também uma melhoria da situação fiscal em relação ao terceiro trimestre do ano passado, embora a maior fonte de ansiedades nesta área esteja ainda localizada no ritmo lento com que as reformas vêm avançando no Congresso, principalmente quando se considera que parcela expressiva da melhoria se deve a fatores transitórios, como a CPMF e as receitas de concessões. Destaca-se a melhoria que vem sendo apresentada pelos estados e municípios em termos de redução de seus déficits, que no conceito primário se reduziram de 0,8% do PIB no acumulado até agosto de 1996 para 0,3% do PIB em igual período de 1997. Existe a preocupação de que em 1998, a partir dos recursos obtidos com as privatizações de suas empresas, os governos estaduais privilegiem programas de obras que compensem a carência de investimentos nos primeiros três anos de mandato. O uso dos recursos das privatizações para elevar gastos correntes e não para abatimento de dívidas contraria a lógica que garante a consistência do programa de estabilização a médio e longo prazos. Mas ainda que o risco exista, ele tende a ser minimizado pelos recentes acordos de renegociação de dívidas estaduais, que não apenas implicam a amortização imediata de 20% do total renegociado, mas também fixam trajetórias declinantes para a relação dívida/receita em cada estado. Os limites ao endividamento dos estados estabelecido no recente pacote fiscal, também irá colaborar neste sentido.

Quanto às contas externas, os dados do terceiro trimestre foram favoráveis, embora o déficit em conta corrente tenha sido ainda 34% superior ao do mesmo período do ano passado. As importações dão sinais claros de desaceleração, tendo crescido até outubro 19,7% no acumulado do ano (contra cerca de 26% em abril) e as exportações mostram uma recuperação vigorosa, ago-

ra não somente explicada pelos produtos básicos (que cresceram 27,2% no acumulado do ano até setembro) mas também pelos manufaturados, que após terem acumulado queda de 2,5% no ano até maio, já registram crescimento de 9%. A balança de serviços, no entanto, ainda permanece em ritmo forte de crescimento do déficit, respondendo sozinha por mais de 3% do PIB. Nos últimos 12 meses até setembro o déficit em conta corrente atingiu 4,3% do PIB, e vale registrar que cerca de metade deste déficit vem sendo financiado apenas pelos investimentos diretos, associados, entre outros fatores, ao processo de privatizações.

É certo, porém, que, sob as novas condições internacionais, este déficit pode encontrar dificuldades maiores para ser financiado. Embora seja certo que as conseqüências da crise asiática não serão circunscritas aos países daquele continente, a real extensão da crise internacional ainda não pode ser determinada, e portanto o cenário para os fluxos de capital ainda é imprevisível. De qualquer modo, a própria perspectiva de maiores dificuldades de financiamento externo e a necessidade de manter a credibilidade do país justificam as fortes medidas do lado fiscal. Por sua vez, estas medidas, e suas conseqüências sobre a demanda interna, devem garantir um cenário mais favorável para o déficit em conta corrente no próximo ano.