

**D**entre as questões normalmente abordadas nas análises da conjuntura, duas têm atraído maior atenção no período mais recente. A primeira refere-se ao nível da atividade econômica, e em particular da trajetória esperada para o segundo semestre. Alguns analistas, com base em dados recentes que apontam para uma queda do consumo de bens de consumo duráveis, prevêem uma diminuição do ritmo da atividade, situando o crescimento do PIB inclusive abaixo dos 2,9% observados no ano passado. O modelo de previsão do Grupo de Acompanhamento Conjuntural (GAC), ao contrário, prevê a manutenção (em termos dessazonalizados) da atividade econômica no patamar observado no segundo trimestre, o que resultaria em uma expansão do PIB de 4% para 1997.

A segunda questão, estreitamente ligada à primeira, diz respeito aos setores que garantiriam a manutenção da atividade econômica. Assim, embora se observe uma forte desaceleração nas vendas de eletroeletrônicos (que, segundo a Eletros, aumentaram apenas 2,8% no primeiro semestre em relação a igual período do ano passado), já é possível também observar um deslocamento do eixo de crescimento da produção industrial. De acordo com os últimos dados de produção industrial do IBGE, registrou-se em junho um crescimento de 13,5% na produção de bens de capital em relação ao mês anterior. Assim, nas projeções do GAC para o segundo semestre encontra-se implícita a hipótese de que o setor de bens de capital, assim como a construção civil (com impacto no segmento de bens intermediários), estariam ocupando o espaço que vinha sendo preenchido pelos bens de consumo duráveis. Como se pode perceber, as implicações dessa inflexão são fundamentais no que diz respeito ao incremento da produtividade e às perspectivas futuras da estabilização do ponto de vista de sua sustentabilidade externa.

De acordo com as estimativas do GAC, o PIB cresceu 3,2% no segundo trimestre em comparação ao primeiro, revertendo assim a queda de 0,6% observada no início do ano. Com esse resultado a taxa de crescimento acumulada em quatro trimestres passa a ser de 5,5% até junho, embora a expectativa seja de um ligeiro declínio nos próximos dois trimestres. Dois elementos contribuem para esta projeção: em primeiro

lugar, na base de comparação passam a constar os dois últimos trimestres de 1996, quando foram observados resultados elevados; e, em segundo, os indicadores dessazonalizados apontam para uma estabilidade nos próximos meses. Dentre os fatores por trás desta estabilidade destacam-se a inadimplência no comércio, que voltou a subir restringindo a capacidade de endividamento das famílias, o fato de que não se esperam alterações mais profundas na política econômica (em especial, o espaço para reduções da taxa de juros é limitado) e, por fim, a redução da taxa de crescimento dos salários, que tem levado a massa salarial a apresentar queda em termos reais desde o final do ano passado.

Dentre os subsetores, no acumulado em quatro trimestres, os que mais se destacaram foram a construção civil (10,1%), a produção de lavouras (7,1%) e da pecuária (6,8%), além da indústria geral (6,7%). Especificamente em relação à indústria é importante destacar a inflexão na trajetória de desaceleração que vinha sendo observada até o primeiro trimestre, na medida em que a expansão industrial evoluiu de 4,8 para 6,8% do primeiro para o segundo trimestre deste ano em relação aos respectivos períodos de 1996, mesmo sendo a base de comparação do segundo trimestre muito superior. Por outro lado, não se espera que esta taxa de crescimento se mantenha nos próximos dois trimestres, já que o indicador dessazonalizado aponta para um crescimento levemente inferior a 1% em ambos, o que resultaria numa variação da atividade industrial para 1997 de 4,1%.

Informações quanto ao consumo, da FCESP e do IBGE, relativas ao comércio de São Paulo e Rio de Janeiro, respectivamente, apontam no sentido de desaceleração das vendas, exceto em relação às vendas de automóveis. Enquanto observou-se em São Paulo uma queda de faturamento do comércio de 0,5% no segundo trimestre e de -0,7%, na taxa acumulada de 12 meses, segundo a pesquisa do IBGE, para o Rio, essa queda até maio foi de -5,6%. Já os dados tanto da Anfavea quanto da Fenabrave registram um aumento da comercialização de automóveis no primeiro semestre de 28,5% no atacado e 24,5% no varejo.

Segundo estimativas do GAC, a taxa de investimento manteve-se estável no primeiro semestre em 16,4% do PIB. No acumu-

lado dos últimos 12 meses o investimento apresentou um crescimento de 8,9%, com destaque para a construção civil (+10,1%) e para as importações de bens de capital (20,3%), com a produção doméstica de máquinas mantendo-se estável. As perspectivas para o médio prazo são de elevação do investimento em ritmo superior ao PIB, em função dos novos mecanismos de financiamento de longo prazo para a casa própria, da securitização dos créditos do setor imobiliário, bem como do avanço do processo de privatização e concessão de serviços públicos, especialmente na área de energia elétrica e telecomunicações.

Relativamente à inflação, no último trimestre foram obtidos os resultados mais positivos. A taxa de variação mensal acumulada em 12 meses dos principais índices de preços apresentou sensível queda na comparação de junho contra março de 1997. Enquanto o INPC passou de 8,56 para 5,92%, o IPC da FIPE cedeu de 8,96 para 7,08%, ao mesmo tempo em que o IGP-DI declinou de 9,76 para 7,59%. Dentre os grupos que compõem a cesta de produtos do IPC-FGV, habitação foi o único que apresentou crescimento nessa taxa acumulada na comparação de junho contra março. Os dados mais recentes, relativos a julho, apontam uma queda ainda maior dos índices inflacionários, tendo sido o IGP-DI, o IPC/FIPE e o INPC, respectivamente de 0,09%, 0,11% e 0,18%, apesar dos efeitos ainda existentes das correções das tarifas de serviços públicos.

Um ponto interessante a ressaltar é que os aumentos de preços verificados neste último trimestre situaram-se em torno de um conjunto restrito de produtos, em particular, os serviços públicos (dentre os quais as tarifas de energia elétrica, telefone e transportes urbanos) e o vestuário. O aspecto positivo neste período ficou por conta dos preços dos alimentos, que sofreram queda após terem sido a principal fonte de pressão inflacionária no primeiro trimestre. Para os próximos meses, espera-se uma trajetória de queda para os índices inflacionários, em função não apenas do fim dos efeitos do aumento das tarifas públicas, mas também da estabilidade de preços dos alimentos e da queda dos preços do vestuário. Como não se antevê, atualmente, qualquer fonte de pressão inflacionária em potencial, espera-se que os índices inflacionários fechem o ano de 1997 com uma variação abaixo de 6%.

O segundo trimestre deste ano foi marcado por uma melhora substancial do desempenho da balança comercial, como resultado da recuperação do crescimento das exportações e de desaceleração do crescimento das importações. Não se espera, contudo,

uma extrapolação desse resultado para o segundo semestre, uma vez que o crescimento das exportações se concentrou nos produtos básicos, especialmente soja e café, que não devem manter o mesmo ritmo para os próximos meses. Com tudo isso, o déficit comercial dessazonalizado no segundo trimestre, foi de US\$ 1,7 bilhão, somando um saldo negativo nos últimos 12 meses até junho de US\$ 9,9 bilhões.

Em relação às exportações destaca-se a recuperação das vendas de manufaturados, que cresceram de 22,5% em junho em relação ao mesmo mês do ano passado. Contudo, no trimestre, o bom desempenho das exportações deveu-se fundamentalmente aos produtos básicos. O crescimento das exportações desses no mesmo período foi de 44,2%, sendo que os ganhos decorreram não apenas dos preços externos, mas também de um aumento nas quantidades exportadas.

Já as importações, no acumulado de 12 meses, vêm apresentando crescimento desde o segundo semestre do ano passado. Contudo, esta taxa de crescimento vem declinando, apontando para uma estabilização dos valores mensais dessazonalizados e para um crescimento no ano em torno de 15%. Os grupos que mais influenciaram o aumento das importações nesse primeiro semestre foram os bens de capital (+38,2%) e os bens de consumo duráveis (+60,3%), especialmente automóveis (110%).

A taxa de câmbio efetiva real para o total das exportações sofreu pequena desvalorização de 0,2% em junho frente ao mês anterior, a despeito do forte movimento de valorização do dólar frente às demais moedas no mercado internacional. Assim, desde que este movimento de valorização do dólar começou, em novembro do ano passado, a taxa de câmbio efetiva já acumulou uma valorização de quase 5%, o que contribuiu para aumentar novamente a apreciação acumulada desde junho de 1994, para 15,6% (era de 14,2% em novembro).

O déficit da balança de serviços no primeiro semestre foi de US\$ 12 bilhões, cerca de 35% superior ao mesmo período do ano passado. Dentre os seus componentes, o déficit dos serviços não-fatores aumentou 47%, influenciado principalmente pelas contas viagens internacionais, que teve um saldo negativo no período de US\$ 2 bilhões - ou piora de 36,1%-, e transportes, com déficit de US\$ 1,9 bilhão - ou piora de 85,5%, em relação ao mesmo período do ano passado. Do lado dos serviços de fatores, o envio de lucros e dividendos para o exterior acumula um saldo líquido de -US\$ 2,4 bilhões, ou crescimento de 525%. O pagamento de

juros no primeiro semestre foi de US\$ 4,6 bilhões, o que representa uma queda de 3,4%, em relação ao mesmo período do ano passado. A questão chave é que não se observa, na margem, uma tendência de desaceleração em relação ao déficit oriundo dos serviços de fatores, seja em relação ao envio de lucros e dividendos para o exterior, seja em relação aos juros, cuja remessa esperada para o segundo semestre deste ano é superior a US\$ 5,2 bilhões.

As captações de recursos externos no primeiro semestre foram 44% superiores às observadas em igual período de 1996, somando US\$ 52 bilhões. Somadas aos ingressos ocorridos em julho, levaram as reservas internacionais, no conceito de liquidez internacional, para o nível recorde de US\$ 60,3 bilhões. Ainda assim, é importante notar que as reservas têm flutuado muito de um mês para outro em função tanto das amortizações, que neste ano devem ser recordes (com um valor estimado em US\$ 22 bilhões, embora se espere um declínio para o ano que vem) quanto dos ingressos associados às privatizações.

No último trimestre houve uma interrupção na trajetória de queda dos juros que vinha sendo capitaneada pela diminuição da TBC. Essa postura cautelosa do governo reflete não apenas o receio em relação à conjuntura internacional -- com a possibilidade do aumento da taxa dos federal funds pelo FED norte-americano e, mais recentemente, a crise no sudeste asiático -- mas também as incertezas quanto ao rumo da atividade econômica no plano doméstico. Em vista desse quadro, o Conselho Monetário Nacional ao invés de lançar medidas rígidas de aumento dos juros e controle de demanda, optou por uma ação apenas profilática de aumento do IOF na margem, para operações creditícias de prazos mais longos, e por medidas que restaurassem os fluxos externos (dentre elas a que voltou a possibilitar aos bancos manter aplicados em títulos públicos os recursos ingressados pela Res. 63 e não repassados aos tomadores finais).

Em relação aos juros, percebeu-se no último trimestre uma diminuição do spread bancário. Isso ocorreu pela queda das taxas ativas das instituições financeiras, uma vez que suas taxas passivas mantiveram-se perto ao patamar ditado pela TBC, ao redor de 1,58% ao mês nesses últimos meses.

O total de haveres financeiros na economia sofreu um aumento de 4,4% no trimestre, correspondendo à remuneração média de seus componentes. Nos últimos 12 meses esse crescimento foi de 25,4%, ao passo que a base monetária e o M1 expandiram-se 41,6 e 53,6% no mesmo período. A causa desse aumento do coeficiente de mo-

netização da economia está ligada à implementação da CPMF, que tornou menos atrativas as aplicações em FIF-curto prazo; desse modo, os recursos terminaram por migrar para os depósitos à vista. Um outro fato interessante ocorrido no último trimestre foi o crescimento mensal da carteira de títulos privados em ritmo superior ao da carteira de títulos públicos -- ao contrário do ocorrido em 1996, quando o estoque de CDB's em poder do público cresceu -0,54% na média mensal, bem abaixo dos 5,45% a.m. da carteira de títulos públicos federais em poder do público não-financeiro. Isto pode ter significado um aumento do funding bancário que, traduzido em aumento de operações de créditos e negócios, ajuda a explicar o aquecimento da atividade econômica registrado nesse período.

Em relação ao quadro externo, merecem destaque dois pontos positivos: em primeiro lugar, afastou-se (pelo menos no curto prazo) a possibilidade de um aumento das taxas dos federal funds pelo Federal Reserve dos Estados Unidos. Em segundo lugar, a crise asiática não parece ter irradiado maiores problemas para os países latino-americanos, pelo menos no que se refere aos fluxos de recursos externos. Finalmente, como o nível de atividade econômica não tem dado sinais de superaquecimento, a maior limitação à possibilidade da autoridade monetária lançar mão de novas medidas destinadas à redução da taxa de juros continuam sendo o elevado nível do déficit em transações correntes e a necessidade de seu financiamento, o que exige a manutenção do cupom cambial.

Do lado fiscal, em função exclusivamente da receita com a CPMF (R\$ 3 bilhões), o volume de arrecadação tributária (R\$ 51,7 bilhões) cresceu 5,7% em termos reais no primeiro semestre de 1997, quando comparado ao mesmo período de 1996. Descontado este fator, o fraco desempenho da tributação (queda de 0,4%, apesar do crescimento do PIB de 5%) pode ser creditado basicamente às quedas acumuladas, até junho, de 17,5% do Imposto de Renda das Pessoas Jurídicas (IRPJ) e de 6,3% da arrecadação do PIS/PASEP. As reduções de alíquotas decorrentes da Lei 9.430/96 e dos lucros das empresas de grande porte constituem o principal motivo da queda observada no IRPJ.

Em relação às despesas fiscais, o Tesouro Nacional totalizou (no conceito de regime de competência) gastos da ordem de R\$ 48,3 bilhões ao longo do semestre, montante que exibiu um crescimento real de 3,7% quando comparado ao primeiro semestre de 1996. Este resultado deveu-se, fundamentalmente, à elevação de 34,6% registrada na rubrica "outros custeios e in-

vestimento" e de 9,4% nas despesas vinculadas. As despesas com juros reais chegaram a R\$ 6,4 bilhões no período, implicando um crescimento de 41,2% em relação ao mesmo período de 1996.

Em decorrência das trajetórias das receitas e despesas em 1997, o Tesouro Nacional acabou registrando no primeiro semestre do ano (a preços de junho), um déficit operacional de R\$ 2,3 bilhões, 60% superior

ao valor observado no mesmo período de 1996 (R\$ 1,41 bilhões). Já os dados disponíveis das contas do setor público consolidado apontam para uma variação do déficit acumulado em 12 meses, no conceito operacional, de 3,88% do PIB em dezembro de 1996 para 3,47% do PIB em maio de 1997, fruto da melhora obtida no déficit primário dos Estados e Municípios (queda de 0,57% do PIB para 0,19% do PIB).