



As tendências recentes das principais variáveis macroeconômicas permitem caracterizar o segundo trimestre de 1996 como um novo e importante ponto de inflexão na trajetória do plano de estabilização. Após o **boom** de consumo observado nos nove meses que se seguiram à introdução da nova moeda, a economia passou, no segundo e terceiro trimestres de 1995, por uma forte desaceleração das taxas de crescimento — refletindo, entre outros fatores, uma política monetária extremamente austera. Apesar da recuperação registrada no último trimestre do ano passado, o primeiro trimestre deste ano ainda vinha exibindo sinais de uma relativa estagnação. A divulgação dos dados relativos à produção industrial em abril mostram uma forte retomada do crescimento, aparentemente confirmada, segundo dados ainda preliminares, ao longo de maio.

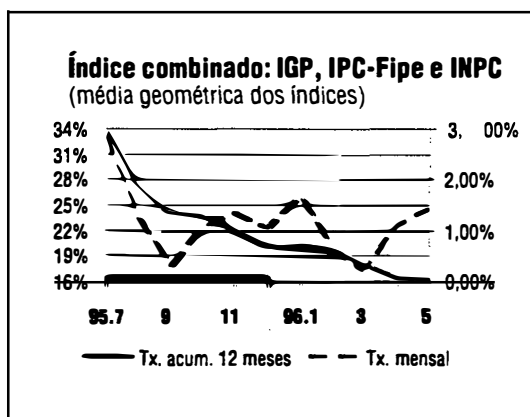
De acordo com o IBGE, a produção industrial em abril, após ajuste sazonal, cresceu 2,6% em relação a março. Este crescimento ocorreu para todas as categorias de uso, destacando-se — como vem ocorrendo desde meados do ano passado — o segmento de bens de consumo duráveis, que já acumula no ano, até abril, um crescimento de 4,3% em relação a igual período do ano anterior. A produção de bens de capital também registrou em abril forte recuperação, apresentando crescimento de 3,4% em relação a março.

De um modo geral, as informações do IBGE relativas ao comportamento da produção em abril são corroboradas por indicadores de outras fontes: as vendas reais da indústria, segundo a CNI, cresceram 10,4%, enquanto a utilização da capacidade instalada, em termos dessazonalizados, passou de 76,6%, na média do primeiro trimestre, para 77,2% em abril.² Da mesma forma, o INA calculado pela Fiesp apresentou em abril crescimento de 4,8%, e já acumula uma variação de 25,3% em relação a setembro do ano passado — o ponto mais baixo do ciclo recente de desaquecimento.

Este “ciclo” da atividade econômica observado após o Real — **boom**, desaquecimento e recuperação — não é muito diferente do que se observou em outros países que implementaram programas de estabilização baseados em âncora cambial. Ele decorre

da tendência à valorização real do câmbio num primeiro momento, a qual exige políticas destinadas a promover reformas que viabilizem um novo patamar de câmbio real de equilíbrio. O desaquecimento surge assim como uma resposta temporária à necessidade de se evitar desequilíbrios muito fortes no balanço de pagamentos. A progressiva implementação das reformas, associada a mudanças na dinâmica da própria inflação, permitem, num segundo momento, a retomada do crescimento em bases sustentadas.

No plano do combate à inflação, o Plano Real se aproxima de seu segundo aniversário apresentando resultados extremamente favoráveis. Não se trata apenas de haver reduzido a inflação (anualizada) de 8500% a.a. em junho de 1994 para cerca de 10% no primeiro trimestre de 1996. Tão importante quanto a forte desaceleração da inflação tem sido a nova dinâmica do processo de formação de preços, que vai aos poucos se configurando: choques localizados são absorvidos cada vez mais por movimentos de preços relativos, sem alterar significativamente a tendência mais geral de queda. Desde julho de 1995 a inflação acumulada em 12 meses vem se reduzindo, tendo passado de 31,5% naquele momento para 16,4% em maio último (ver Gráfico). A expectativa é de que já em julho este acumulado de 12 meses fique abaixo de 15%,



¹A análise do primeiro trimestre de 1996 é dificultada pela divergência observada entre as diversas fontes de dados relativos à produção industrial. Enquanto CNI e FIESP apontam para crescimento das vendas reais e, em alguns meses, do número de horas trabalhadas, o índice de produção física do IBGE aponta para quedas contínuas. Parte do problema se deve a critérios de dessazonalização diferentes.

²Segundo dados da última Sondagem Conjuntural da Indústria, feita pela FGV, o nível médio de utilização da capacidade teria sido de 82% em abril, contra 79% em janeiro e 86% em abril de 1995.

fechando o ano entre 11 e 13 %. Este movimento, por seu turno, tem permitido maior previsibilidade das taxas, contribuindo para o alongamento dos prazos de contratos fixados em termos nominais e, assim, para o aprofundamento do processo de desindexação.

Em particular, os movimentos de preços entre bens comercializáveis e não-comercializáveis (que determinam a trajetória da taxa de câmbio real) vêm mostrando uma progressiva convergência nas taxas de variação — indicando, até mesmo, a perspectiva de alguma correção dos “excessos” observados nos meses iniciais do Plano Real (quando os preços de serviços e aluguéis descolaram fortemente daqueles preços influenciados mais de perto pela trajetória do câmbio). O comportamento dos vários grupos de produtos dentro do índice de preços da Fipe mostra claramente esta tendência: desde o início do Plano Real, até março, o grupo serviços (que inclui o aluguel) acumulava uma variação de 87% acima da variação do índice da Fipe (em média, 3,5% ao mês). No primeiro trimestre do ano esta variação relativa já havia caído para 5,9% no acumulado dos três meses, ou 1,9% na média mensal, reduzindo-se ainda mais no bimestre abril/maio para 0,2%. Esta convergência nas variações de preços constitui um poderoso indicador de que as políticas de controle de demanda vêm efetivamente conduzindo a um novo regime de formação de preços, com menor ênfase em mecanismos de correção automática. Resta ainda avançar no sentido de uma maior adequação das correções de preços e tarifas do setor público (que deverão ter um peso importante nos meses de junho e julho) às reais variações de custos.

Este comportamento da inflação não pode, obviamente, ser dissociado da postura bastante austera que vem sendo mantida na condução das políticas monetária e cambial. A variação da base monetária no acumulado de doze meses até abril foi de 20%, e a do M1 de 35,4%, apesar das fortes pressões expansionistas derivadas da acumulação de reservas e da reestruturação em curso no sistema financeiro, além daquelas com origem no desequilíbrio financeiro do setor público. No mesmo período, a dívida mobiliária efetiva fora do Banco Central aumentou 133,3%, e o impacto sobre as contas públicas dos encargos financeiros associados a este crescimento tem sido significativo. Por outro lado, o crescimento da dívida líquida do setor público, na medida em que parte do aumento da dívida mobiliária decorre da necessidade de esterilizar o ingresso de recursos externos, vem apresentando crescimento mais moderado: sua variação entre março de 1995 e março de 1996 foi de 35,7% — quando passa de 28

para 32,7% do PIB, nível que tem se mantido razoavelmente constante desde dezembro do ano passado.

A manutenção de uma política monetária austera não impediu que o Banco Central perseguisse uma redução gradual dos juros ao longo dos últimos meses. A taxa básica de juros (over-Selic) declinou continuamente desde o segundo trimestre do ano passado, passando de uma média mensal de 4,2% ao mês naquele momento para cerca de 2% ao mês no segundo trimestre de 1996. No entanto, em função das várias restrições ao crédito e do aumento da inadimplência, as taxas de juros na ponta dos empréstimos caíram mais lentamente: de 7,5% ao mês na média do segundo trimestre de 1995, as taxas para capital de giro recuaram para 4,6% ao mês na média do primeiro trimestre de 1996. Em abril, os empréstimos para capital de giro custavam às empresas 3,6% ao mês.

O espaço para redução das taxas na ponta da captação já se encontra bastante reduzido. Na ponta dos empréstimos, no entanto, a tendência é de que a redução prossiga nos próximos meses, como decorrência de um conjunto de medidas que foram implementadas pelo Conselho Monetário Nacional em suas últimas reuniões: aumento dos prazos de financiamento, condições mais favoráveis para refinanciamento de micro e pequenas empresas, redução de IOF e eliminação das restrições à emissão de **commercial papers** por parte das empresas. A retomada de níveis mais elevados de consumo e produção industrial no último mês já estaria, ao menos em parte, refletindo estes fatores.

Apesar deste quadro relativamente favorável, a condução do plano estabilização ainda suscita questões importantes quanto a sua sustentabilidade — derivadas, em grande parte, da combinação de instrumentos de política econômica em que tem se apoiado. Existe, na verdade, algum receio de que a elevação da atividade econômica volte a pressionar a balança comercial, fazendo com que sejam necessárias novas medidas corretivas no sentido de esfriar a demanda. Esta perspectiva, no entanto, contrasta com o desempenho da balança comercial nos últimos meses — onde se observa uma progressiva redução dos déficits acumulados em doze meses, de US\$ 4,3 bilhões em outubro para US\$ 594 milhões em abril último. A expectativa é de que em maio este valor já caia para próximo de zero, podendo até mesmo apresentar resultado positivo.

Os fluxos de comércio externo têm revelado um maior dinamismo das exportações. Nos primeiros cinco meses do ano elas cresceram 10,1% em relação a igual período do

ano anterior (7,2% na comparação de maio/96 contra maio/95). Este agregado, no entanto, encobre algumas importantes mudanças na composição das vendas externas: ao contrário do observado no ano passado, o crescimento das exportações vem ocorrendo em meio a um quadro relativamente desfavorável de preços³ e de crescimento mais lento nos países desenvolvidos. Assim, grande parte do crescimento se explica pela ampliação das exportações de industrializados, cujas quantidades, no acumulado do ano, apresentam crescimento de 17,5% nos semi-manufaturados e de 15,4% nos manufaturados. Em termos de receita, estas variações foram de 8 e 10,2%, respectivamente.

Pelo lado das importações, com informações disponíveis até abril, registra-se uma queda de 7% no acumulado no ano. No entanto, se deste total fossem excluídas as importações de automóveis e de combustíveis e lubrificantes (que tiveram um crescimento excepcional em abril), as demais importações teriam apresentado de janeiro a abril uma queda de apenas 1,2% em relação a igual período do ano passado. Por grupos de produtos, enquanto as importações de matérias-primas e bens de capital declinavam 3,1 e 7,8%, respectivamente, as importações de bens de consumo duráveis (exclusive automóveis) cresceram 63,8% e as de não-duráveis 3,4%. A participação conjunta destes dois grupos de produtos na pauta de importações aumentou de 12,1 para 15,3% no período.

Mesmo que as importações venham a apresentar algum crescimento nos próximos meses em função da recuperação do nível da atividade econômica, não há sinais de que a situação possa, a curto prazo, evoluir para um quadro nem ao menos parecido com aquele observado no primeiro trimestre de 1995. Não apenas porque as exportações têm apresentando comportamento favorável, mas também porque os fluxos de financiamento dos eventuais déficits em conta corrente no balanço de pagamentos vem mudando de perfil, com um peso cada vez maior dos investimentos diretos e das captações externas de longo prazo. Dados preliminares do Banco Central indicam que os investimentos diretos no período janei-

ro-maio de 1996 já teriam superado o resultado alcançado em todo ano de 1995.

Conforme enfatizado em outras análises,⁴ a questão da sustentabilidade do programa de estabilização centra-se hoje menos na questão externa do que nos aspectos internos relacionados ao controle do déficit público e à necessidade de se aumentar o investimento. Diante da disponibilidade de capitais externos, é possível sustentar déficits em conta corrente no balanço de pagamentos (absorvendo assim poupança externa) por algum tempo e dentro de certos limites, desde que a contrapartida interna destes déficits seja o incremento na formação de capital. Por outro lado, déficits em conta corrente que sejam utilizados para financiar o desequilíbrio do setor público (ou, simplesmente, um nível maior de consumo agregado) tendem a apresentar fôlego curto na medida que rapidamente esbarram em problemas de financiamento.

A importância das reformas, por vezes não totalmente compreendida, está principalmente na sua capacidade de dotar a administração pública dos instrumentos que possibilitem um controle permanente do déficit público — seja pela redução das despesas correntes (ou de seu crescimento, que deveria ser consistentemente mantido abaixo do crescimento das receitas, algo difícil de ser alcançado em virtude do grau excessivo de vinculações existente), seja pelo aumento da eficiência do gasto público. A menor pressão do setor público sobre a demanda agregada, por sua vez, permitiria uma redução das taxas de juros e o aumento do investimento privado sem que se gerassem pressões adicionais sobre as contas externas. Os déficits em conta corrente passariam assim a apresentar um perfil temporal mais consistente, já que existiria, ao menos teoricamente, a perspectiva de um aumento na produção de **tradeables** no futuro, aumentando as exportações ou diminuindo o ritmo de crescimento das importações como proporção do produto.

³Na comparação com o período janeiro-maio do ano passado, as exportações de café, açúcar e celulose registraram quedas significativas no valor das exportações: -47,9, -41 e 12,3%, respectivamente.

⁴Ver Boletim Conjuntural IPEA nº 33, abril/1996, e Carta de Conjuntura IPEA nº 64, maio/1996.