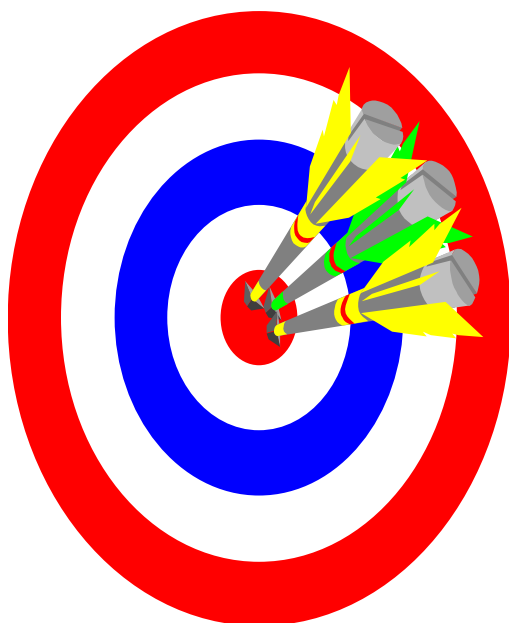


ANO 2000 O FUTURO ESTÁ CHEGANDO PARA O BRASIL?



- *Inflação: panorama geral*
- *Taxa de câmbio: quais as perspectivas para 2000*
- *Juros: o que esperar para 2000*
- *O setor público: as reformas serão implementadas no ano 2000?*
- *O setor externo e a balança comercial: a recuperação da balança comercial em 2000.*

**Autores: Equipe Cavalcante & Associados
(f_c_a@uol.com.br)**

ÍNDICE

	PÁG
◆ APRESENTAÇÃO	3
◆ PANORAMA GERAL	4
◆ INFLAÇÃO	6
◆ TAXA DE CÂMBIO	9
◆ JUROS	12
◆ O SETOR PÚBLICO	15
◆ O SETOR EXTERNO E A BALANÇA COMERCIAL	17
◆ ATIVIDADE ECONÔMICA REFÉM DOS JUROS E DO CÂMBIO	20

APRESENTAÇÃO

“A década de 70 foi a década do milagre. A década de 80, perdida. A década de 90, do impeachment, da abertura comercial, do Real. Às portas do ano 2000, e após duas graves crises financeiras internacionais, em dois anos seguidos, qual é o cenário para o início do novo milênio? Será que a inflação estará de volta? Será que o câmbio vai se desvalorizar mais? E os juros, vão subir?”

*Neste **Up-To-Date**® vamos discutir as perspectivas e as tendências da economia para o próximo ano”.*

PANORAMA GERAL

O quadro a seguir sintetiza as expectativas para a economia no próximo ano. Embora nos últimos meses o comportamento da inflação tenha sido destaque no noticiário, temos bons motivos para acreditar que as tendências para 2000 são favoráveis, inclusive quanto à trajetória da inflação.

Indicador	Tendência	Motivos	Fatores de risco
Atividade Econômica	Crescimento Moderado	A elevação do nível de atividade tende a diminuir o saldo da balança comercial, pressionando a taxa de câmbio	Os investimentos diretos externos no País não se concentraram no setor exportador, fator que atua como limitador para a capacidade do Brasil de gerar divisas
Inflação	Estabilidade	Câmbio sob controle Governo com contas equilibradas Política monetária conservadora (ou seja, ao menor sinal de inflação de demanda, o governo deve aumentar os juros)	Quebra da safra devido a problemas com o clima Desvalorização cambial provocada pela interrupção do fluxo de capitais, em caso de ocorrência de uma crise externa ou deterioração das expectativas dos investidores externos
Câmbio	Apreciação	Manutenção dos investimentos estrangeiros diretos (privatizações e aquisição de empresas brasileiras) Retomada do fluxo de créditos externos (<i>euro-bônus e euro-notes</i>) Recuperação da balança comercial	Bug do milênio Interrupção do fluxo de capitais devido a uma crise internacional ou à deterioração das expectativas dos investidores externos
Juros	Baixa	Estabilidade do setor público	Excessivo atraso nas reformas Desvalorização acentuada da taxa de câmbio
Setor Público	Equilíbrio	Encaminhamento das reformas tributária e da previdência Mesmo na hipótese de atraso nas reformas, o governo tem como obter superávites primários e manter estável a relação dívida/PIB, por meio das privatizações, contingenciamento de gastos e manutenção da elevada carga fiscal atual	Atrasos extraordinários no encaminhamento das reformas podem afetar negativamente as expectativas dos investidores externos. Isso pode ocasionar menor entrada de dólares, o que, por sua vez, afeta negativamente o câmbio, os juros e a taxa de inflação
Balança Comercial	Superávit	Retomada de mercados perdidos na época de câmbio valorizado Retomada dos preços das <i>commodities</i>	Aumento excessivo do nível de atividade, elevando o nível de importações
Cenário Externo	Estabilidade	Reação das economias européias Recuperação das economias asiáticas, que neste fim de ano já estão crescendo à taxas de 7% ao ano, a exemplo da Coreia do Sul Estabilidade da taxa de crescimento norte-americano, com correção de ativos financeiros, processo conhecido como "pouso suave"	Desvalorização cambial na China Desvalorização abrupta da bolsa de Nova Iorque, levando a uma depressão na atividade econômica A depressão provocada por tal crise contingenciaria o fluxo de capitais disponíveis para os países emergentes, inclusive o Brasil
Panorama Geral	Favorável		

INFLAÇÃO

Os aumentos dos índices de inflação nos últimos meses, medidos pelos principais institutos de pesquisa, ganharam destaque no noticiário econômico. Os aumentos não foram antecipados, o que pegou as pessoas de surpresa quanto ao possível retorno de uma inflação persistente.

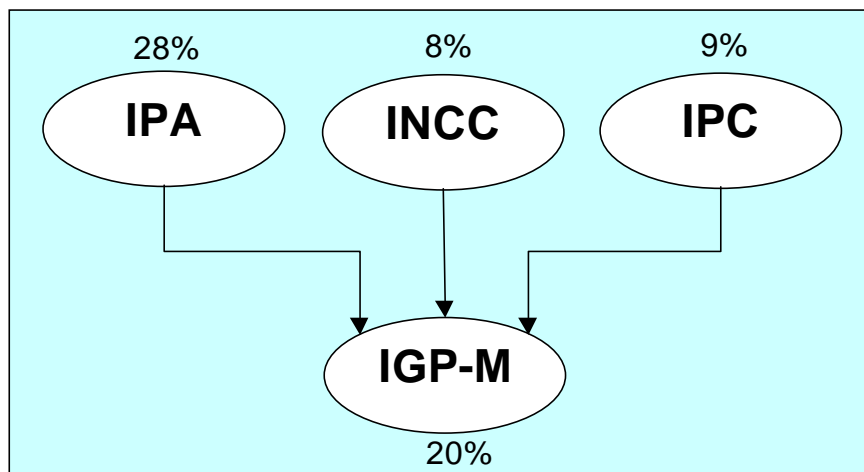
Temos bons motivos para acreditar que presenciamos apenas um repique. Acreditamos que os índices de inflação devam ser contidos em breve. As estimativas para o mês de dezembro já sinalizam o recuo dos índices. Em primeiro lugar, vamos destacar porque ocorreu esse repique. Em seguida, mostraremos que esses fatores isolados não devem se repetir. Por último, delineamos o comportamento mais provável dos índices e possíveis riscos a essa trajetória.

1. O efeito do câmbio sobre a inflação

Quando ocorreu a desvalorização cambial no início do ano, muitos analistas logo começaram a afirmar que o câmbio iria se desvalorizar indefinidamente, trazendo consigo a volta da inflação. No entanto, a desvalorização foi contida e o valor do dólar, inicialmente elevado, começou a se estabilizar. Se é assim, porque as pessoas preocupam-se tanto com o alto valor do IPA, o preço do atacado?

O quadro a seguir dá uma indicação sobre os verdadeiros efeitos para os consumidores:

Representação esquemática do IGP-M (os números percentuais representam variação estimada pelo mercado para os componentes do IGP-M para 1999).



O IGP-M da FGV é composto de 3 indicadores: o IPA (atacado), INCC (construção civil) e IPC (consumidor). O impacto do IPA sobre o IPC, o índice de preços ao consumidor final, é diluído em meio à cadeia produtiva, pois apenas 12,5% dos produtos tem preços definidos em dólar (conhecidos como tradables). Portanto, desde que o câmbio permaneça estável, não há motivos para acreditar que haja uma inflação incubada prestes a aparecer para os consumidores.

2. Porque a inflação aumentou nos últimos meses?

Devido à mudança do patamar da taxa de câmbio de R\$ 1,75 para R\$ 1,90 e à variação desproporcional de poucos preços:

- ✓ A gasolina, devido ao aumento do barril do petróleo
- ✓ O álcool, devido à cartelização do setor sucro-alcooleiro
- ✓ A carne de boi, devido à entressafra (época de seca)

Esses são fatores sazonais, que devem perder a força nos próximos meses, podendo até resultar em recuo de seus preços atuais.

3. Porque a inflação não vai ser um problema no ano que vem?

Por três motivos diretos:

- ✓ O câmbio está sob controle: o Banco Central está administrando a taxa de câmbio para evitar maior volatilidade neste final de ano. Para o próximo ano, a expectativa é de entrada de divisas e apreciação da taxa de câmbio no primeiro semestre
- ✓ Não há pressão de demanda, isto é, as empresas trabalham com capacidade ociosa e a taxa de desemprego está elevada. Em outras palavras, se um comerciante ou prestador de serviço resolver aumentar seus preços, não vai encontrar pessoas dispostas a comprar seu produto ou utilizar seu serviço
- ✓ A economia está praticamente desindexada: as pessoas já criaram consigo uma noção de preço justo dos produtos: a dona de casa sabe de cabeça quando o frango está caro ou quando está barato.

TAXA DE CÂMBIO

O regime cambial brasileiro é conhecido como de flutuação suja. É chamado dessa forma porque o BACEN pode intervir no mercado flutuante sem prévio aviso. O objetivo dessa intervenção é diminuir a volatilidade do câmbio, mas sem alterar sua tendência de depreciação ou de apreciação.

O Real vinha se desvalorizando desde julho deste ano, atingindo uma proporção considerada elevada ao final de outubro. A razão disso é simples: havia mais agentes interessados em comprar dólares do que comprar reais. Os principais motivos para isso eram:

- ✓ Elevados vencimentos de dívida externa
- ✓ Balança Comercial deficitária
- ✓ Especulação de bancos que começaram a achar que a trajetória do câmbio estava se tornando explosiva

Agravava a situação o fato do BC estar com poder limitado de intervenção no mercado, por que as reservas estavam perigosamente próximas do limite mínimo definido no acordo de empréstimo emergencial com o FMI, impedindo a atuação do BC no mercado de câmbio.

A situação começou a mudar em novembro, quando o acordo com o FMI foi revisado, permitindo que o BC obtivesse US\$ 4 bilhões e tivesse mais recursos para intervir no mercado. Aliado à esse fato, o mês de novembro apresentou relativamente poucos vencimentos no exterior e várias empresas realizaram captações externas, tais como a Telecom Italia (telefonia celular) e os bancos Bradesco e Sudameris. Também

o governo federal foi ao mercado, captando perto de US\$ 2 bilhões, que vieram a aumentar as reservas nacionais. Como resultado, o câmbio recuou do patamar de R\$ 2,00 / 1 US\$ para R\$ 1,93 / 1 US\$ em um primeiro momento, e depois para cerca de R\$ 1,82 / 1 US\$. A situação, desde então, permanece estável.

As perspectivas para 2000 são boas, devido aos seguintes fatores:

- ✓ Reação da Balança Comercial: não apenas o governo, mas o mercado prevê superávit na balança comercial, que pode chegar a US\$ 4 bilhões
- ✓ Reabertura do mercado de capitais internacional para captações: a expectativa é a de que o fluxo de recursos captados pelas empresas no exterior seja normalizado. Muitas companhias têm captações programadas, aguardando um momento mais propício para seu lançamento. O apetite de risco dos investidores internacionais já está em alta, como pode ser notado pela valorização dos títulos da dívida de mercados emergentes, que estão em seu preço mais elevado dos últimos seis meses, prognosticando um ano de liquidez nos mercados internacionais
- ✓ Capacidade de Intervenção do Banco Central: Com a revisão do acordo com o FMI e as novas captações do governo federal, ampliou-se a capacidade de intervenção no mercado de câmbio
- ✓ Investimentos Estrangeiros Diretos: a privatização do setor elétrico e novas oportunidades de investimentos no Brasil com a retomada da confiança externa, garantem o financiamento do déficit de transações correntes apenas com investimento estrangeiro direto

Devido a esses fatores, não seria surpresa se a taxa de câmbio passasse por uma boa apreciação durante o primeiro semestre de 2000, voltando a depreciar-se no segundo semestre, mas fechando o ano em patamar semelhante ao verificado nos últimos dias.

Qualificando os riscos do cenário

Apesar do otimismo, existem alguns fatores que, embora tenham uma probabilidade menor de ocorrência, podem afetar negativamente nossas expectativas.

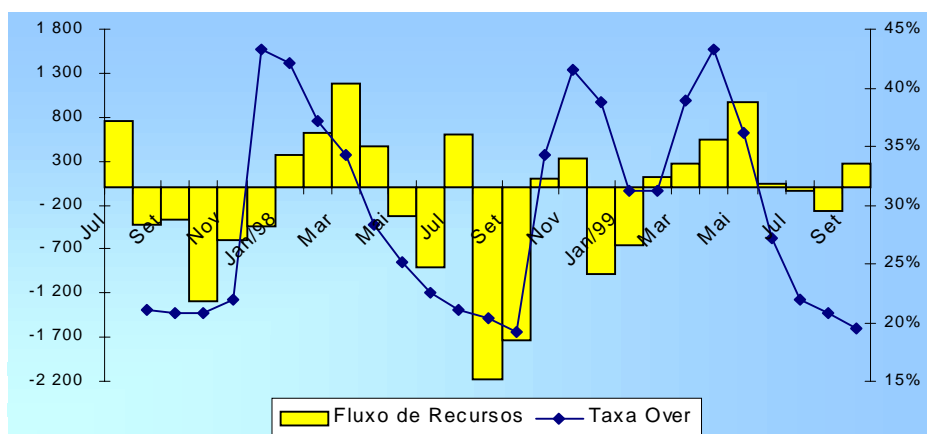
Fundamentalmente, o fluxo de recursos do exterior é a variável chave para o comportamento da taxa de câmbio, uma vez que as divisas gerados pelas exportações são insuficientes para cobrir o déficit de transações correntes. Caso uma nova crise internacional ocorra, e o Brasil não receba divisas para financiar seu déficit de transações correntes, a desvalorização cambial pode tornar-se incontrolável, com efeitos negativos sobre a atividade econômica e sobre a inflação.

Felizmente, esse cenário negativo distancia-se cada vez mais, dada a recuperação das economias da Ásia, a reação das economias da Europa e à estabilidade da economia norte-americana. Concluindo, com uma boa probabilidade, a taxa de câmbio deverá permanecer sob controle, com efeitos benéficos sobre as expectativas inflacionárias.

JUROS

Até o início deste ano, o governo central praticava uma política de juros passiva, devido ao regime cambial vigente até então. A lógica de bandas, de câmbio sobrevalorizado, era mantida às custas da atração de capital externo por meio de juros elevados: os altos juros atraíam recursos que financiavam o crescente déficit do balanço de conta corrente (que inclui a balança comercial e os serviços de juros e remessas de lucros).

Fluxo de Anexo 4 (US\$ milhões) X Taxa de Juros Selic/Over



Fonte: Banco Central

OBS: Taxa *over* defasada de um mês, indicando que quando o governo aumentava a taxa de juros, o movimento de entrada de recursos era captado apenas um mês depois.

Com a mudança de regime cambial, o governo recuperou, em essência, a capacidade de manobrar a política monetária. Com taxas de câmbio flutuantes, os investidores externos (de curto prazo, de portfólio) não são mais atraídos a investir no Brasil como eram antes, pois a volatilidade do câmbio flutuante traz riscos elevados para sua rentabilidade.

Assim sendo, as taxas de juros passam a ser definidas em função do nível de atividade da economia e da saúde do governo. Após a mudança do regime cambial, mais do que a preocupação em atrair capitais voláteis, a grande causa da manutenção das taxas de juros em um patamar elevado era combater a inflação, que poderia vir atrelada à desvalorização cambial.

Com o decorrer do primeiro semestre, percebeu-se que o cenário pior, de descontrole de câmbio e da inflação, estava sendo contornado. Isso abriu caminho para as sucessivas quedas da taxa de juros SELIC, a taxa primária do governo, até a estabilização em torno dos 19,0% ao ano.

No entanto, a taxa cobrada do crediário é bem maior que a taxa SELIC. A taxa de juros que é aplicada ao consumidor final é bem maior que a taxa básica do governo, devido aos seguintes fatores:

- ✓ Carga fiscal elevada
- ✓ Inadimplência elevada
- ✓ Existência de aplicações compulsórias, tais como o crédito rural e o imobiliário
- ✓ Elevadas alíquotas de recolhimento compulsório

É importante mencionar que esses aspectos não tem relação direta com a situação do endividamento do governo, e constituem elementos a serem equacionados pelo governo e pelos bancos privados, de modo que a diferença entre a taxa básica e a taxa de juros ao consumidor venha a diminuir.

O que esperar para 2000?

Depois de toda a explicação sobre o motivo de as taxas de juros serem tão elevadas, fica mais claro imaginar qual é o comportamento mais provável dos juros no próximo ano.

Em 2000, mesmo sem a aprovação das reformas, os ajustes emergenciais, tais como o aumento do imposto de renda, deverão manter o déficit público sob controle, permitindo que a taxa de juros do SELIC/Over permaneça com leve tendência de queda.

Os riscos para essa estabilidade são o atraso (além daquele esperado pelo mercado) das reformas fiscal e previdenciária, que poderia levar à perda de credibilidade no governo, afetando também a taxa de câmbio, em um verdadeiro círculo vicioso.

O que é necessário para que os juros permaneçam baixos?

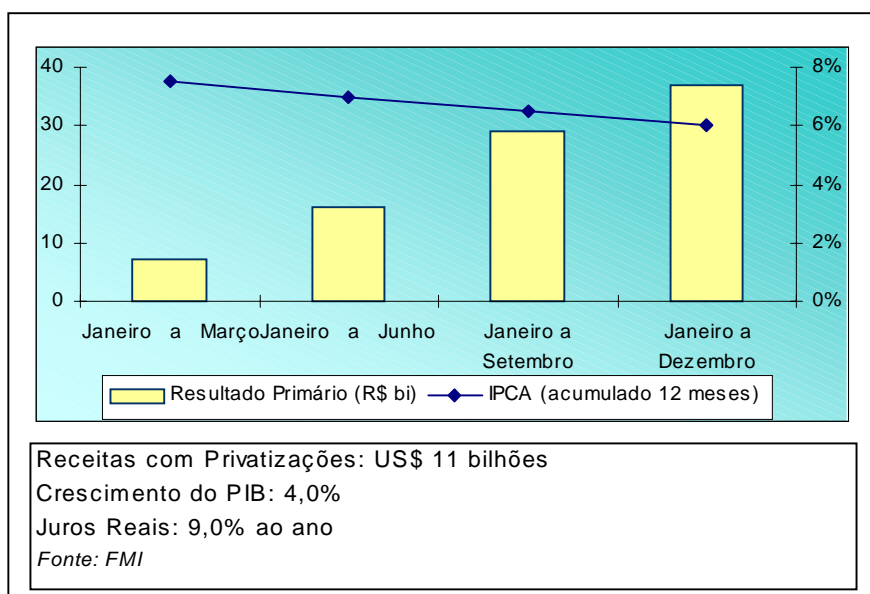
Como fundamento básico, os juros primários devem refletir a saúde do governo e o estado da economia. Nesse momento, nossa preocupação é o comportamento do Setor Público. Desta forma, lembramos que o governo ainda é dependente em demasia de recursos do mercado. Somente com a manutenção dos superávites fiscais e a implementação das reformas fiscal e previdenciária é que o equilíbrio do governo irá permitir a manutenção de taxas de juros baixas de forma duradoura.

Por outro lado, a melhoria da análise de crédito dos bancos (evitando a inadimplência irresponsável), a diminuição de recolhimentos compulsórios e de aplicações compulsórias, juntamente com uma estrutura fiscal mais adequada, devem diminuir a distância entre a taxa básica e aquela cobrada do consumidor final.

O SETOR PÚBLICO

A tabela abaixo mostra, para 2000, as metas acertadas com o FMI na revisão do acordo de empréstimo emergencial. Some-se a essas metas a manutenção de um patamar mínimo de reservas internacionais, de US\$ 37 bilhões, ou US\$ 21 bilhões, líquido dos recursos emprestados por aquela organização.

Metas acordadas entre o Governo Federal com o FMI para 2000



Em vários pontos do nosso trabalho, destacamos a necessidade do equilíbrio das contas do setor público. Não custa lembrar que o desequilíbrio fiscal traz pressões sobre as expectativas dos investidores, afetando o câmbio, os juros e a inflação.

O que significa estabilidade do endividamento do setor público?

Significa estabilidade, no longo prazo, da relação entre dívida pública e PIB. Comparativamente aos países mais desenvolvidos, no Brasil essa relação é baixa. No entanto, a trajetória dessa relação é explosiva: sua manifestação é o elevado déficit público (lembramos que dívida é um estoque e o déficit é o fluxo de um dado período). O déficit público é alto devido às elevadas taxas de juros (fator conjuntural) e ao déficit da previdência (fator estrutural). Embora a reforma tributária seja importante para a eficiência da economia como um todo, do ponto de vista do déficit público a reforma mais importante é a previdenciária, pois afeta diretamente o caixa do governo.

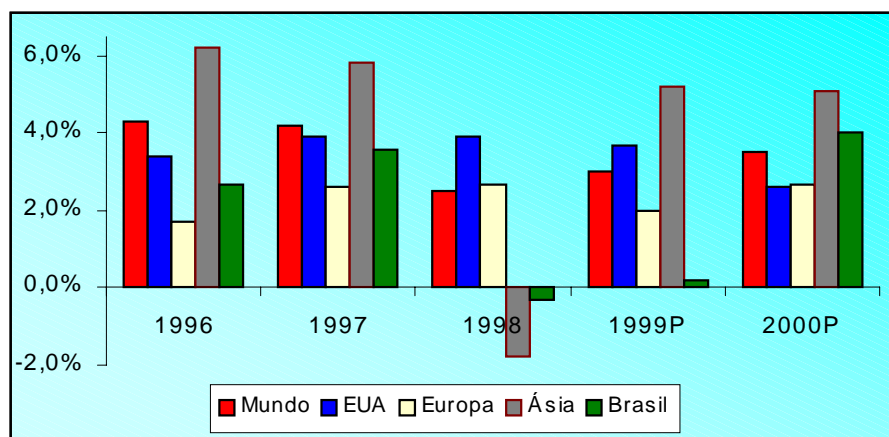
As reformas serão implementadas no ano 2000?

A maior parte dos analistas é cética quanto à essa possibilidade, pois as propostas em discussão envolvem interesses de toda ordem: estados, municípios, empresas privadas, estatais. São temas muito polêmicos no Congresso Nacional, sabidamente um fórum pouco ágil de discussão. No entanto, o pacote emergencial aprovado neste ano (aumento de impostos, contingenciamento de gastos), mais alguns pontos já aprovados da reforma previdenciária, fornecem subsídios para que as metas acordadas com o FMI possam ser cumpridas em 2000. A expectativa quanto à aprovação das medidas é favorável, mas o tempo que isso vai levar é questão controversa no debate político atual.

O SETOR EXTERNO E A BALANÇA COMERCIAL

Após dois anos de turbulência no cenário internacional, a expectativa agora é de calma. A esperada melhoria da atividade nas economias européias e a retomada do crescimento das economias asiáticas deve favorecer o Brasil, na medida em que favorece o movimento de recuperação dos preços das commodities, importantes na pauta de exportações do Brasil. O quadro abaixo mostra as projeções mais recentes preparadas pelo Fundo Monetário Internacional para as principais economias do mundo e para o Brasil:

Recuperação da atividade econômica no mundo – evolução do PIB e projeções para 1999 e 2000



Fonte: World Economic Outlook (10/99) - FMI

Devemos acrescentar que o cenário acima pressupõe que a economia norte-americana encontra um patamar menor de crescimento, com correção do preço dos ativos financeiros.

Os riscos do cenário de crescimento

Os maiores riscos desse cenário são, de um lado, uma eventual desvalorização cambial na China, que poderia levar a uma nova rodada de desvalorizações competitivas nas economias asiáticas, com reflexos no Brasil e, de outro lado, uma queda abrupta da bolsa americana, que poderia provocar uma retração nos fluxos de capitais internacionais (conhecido como credit crunch), que traria dificuldades para o financiamento do déficit em conta corrente do balanço de pagamentos.

Tais riscos existem, e são de difícil mensuração. No caso da China, o comportamento é completamente imprevisível. No caso do nível de atividade norte-americano, os últimos indicadores daquele país têm indicado crescimento persistente sem inflação. No entanto, existe grande polêmica sobre a possibilidade ou não de manutenção deste cenário.

A recuperação da balança comercial em 2000

Vários fatores contribuem para a obtenção de superávit comercial em 2000, a saber:

- ✓ Encarecimento de importações – esse é o efeito mais trivial da desvalorização cambial, provocando diminuição da demanda de produtos importados
- ✓ Recuperação do nível de atividade internacional – as economias asiáticas, em franca recuperação, são importantes consumidoras de commodities brasileiras, como o aço e produtos agrícolas, assim como a área da Eurolândia e os Estados Unidos
- ✓ Retomada de mercados após a desvalorização – com a antiga política de sobrevalorização cambial, muitos exportadores perderam seus mercados no exterior. A recuperação se dá lentamente, nos setores de manufaturados, incluindo o de veículos

- ✓ Substituição de importações: produtos que antes eram importados, por motivo de custos, estão sendo nacionalizados. Inclui todo o tipo de manufaturados, tecidos e brinquedos

Note-se fato importante de que o encarecimento das importações por si só não foi suficiente para o equilíbrio da balança comercial em 1999, porque mais de 60% das importações do Brasil são representadas por bens de capital, o que caracteriza rigidez da pauta de importações.

ATIVIDADE ECONÔMICA REFÉM DOS JUROS E DO CÂMBIO

O nível de emprego surge, então, como coadjuvante em um filme em que deveria ser protagonista. O Brasil apresenta limitações de ordem estrutural que impedem a retomada do crescimento sustentado. Chamamos de crescimento sustentado (em um país como o Brasil) à capacidade de um país elevar o nível de produto acima da taxa de natalidade (significa crescimento do PIB per capita) sem causar desequilíbrios em duas variáveis: setor público e setor externo. Em ambos os casos, o resultado do desequilíbrio é a inflação.

Nesse contexto, o dilema de política econômica que deve ser resolvido pelo governo é de simples diagnóstico, e de difícil execução: do lado do governo, o encaminha-mento do déficit público – as reformas; do lado externo, o aumento das exportações.

Porque o déficit público impede o crescimento?

Porque para financiar as suas contas o governo precisa oferecer taxas de juros cada vez mais altas, atravancando o crescimento econômico. Nesse caso, a política monetária perde sua característica de controladora da atividade econômica, sendo utilizada apenas para o financiamento do déficit público.

Porque o balanço de pagamentos deficitário limita o crescimento?

Porque se o produto passar a crescer a uma taxa elevada, o frágil equilíbrio da balança comercial é quebrado, pendendo para o déficit. O crescimento da atividade econômica induz ao aumento do nível de importações, maior do que a resposta das exportações. O motivo é que os investimentos diretos que vêm sendo realizados no Brasil foram fundamentalmente aplicados em serviços, que não são exportáveis e não geram divisas.

Países emergentes como o Brasil apresentam déficits no balanço de transações correntes, que são normalmente financiáveis por meio de investimentos diretos ou empréstimos do exterior. Os investidores estrangeiros só financiam esse déficit na expectativa de que, em algum momento no futuro, essa situação se reverta ou, pelo menos, permaneça financiável. Em certos momentos, essa confiança pode ser quebrada, resultando nos conhecidos processos de fuga de capital. Em outros momentos, a liquidez permanece apertada, como no momento pelo qual passa a economia brasileira atualmente. Se a balança comercial tornar-se deficitária, essa saída de divisas iria pressionar a cotação do câmbio o que, por sua vez, induziria a um aumento da inflação, que seria contido pelo governo com o aumento das taxas de juros. O resultado seria uma inflação maior e um crescimento tolhido pela elevação dos juros.

Concluimos com uma frase desgastada no debate econômico atual: somente com políticas de incentivo às exportações e com a equalização do problema fiscal, que indique uma trajetória de endividamento sustentável, é que o Brasil poderá apresentar crescimento econômico a taxas comparáveis às dos países asiáticos. Sem os ajustes e incentivos eficientes ao comércio exterior, o crescimento do PIB em 2000 deverá ser positivo, mas inferior à meta acertada com o FMI de elevação de 4,0% do produto.