

COPPEAD/UFRJ

RELATÓRIO COPPEAD Nº 195

O PLANO BRESSER E OS AJUSTES
DA ECONOMIA

Cláudio R. Contador*

Agosto de 1987

* Professor da COPPEAD - Instituto de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração, da Universidade Federal do Rio de Janeiro.

I - INTRÓITO

A impetuosidade da retomada do processo inflacionário no início de 1987 liquidou as esperanças do ajuste heterodoxo indolor acalentadas pelo Plano Cruzado. Mas o desgaste do ideário do Plano Cruzado não se mediu apenas pela inflação anualizada beirando os quatro dígitos. A queima desnecessária das reservas cambiais, a moratória desastrosa e a descoberta de mascaramento dos dados oficiais sobre as contas externas em 1986, foram outros ingredientes visíveis. Após uma fase áurea de mobilização popular e de amplo apoio político, os resultados líquidos do Plano Cruzado foram a frustração, a perda de credibilidade nos objetivos governamentais e a ameaça da perda de renda dos assalariados, temporariamente obtida em 1986.

Na realidade, o momentâneo sucesso do Plano Cruzado explorado habilmente e de forma excessiva pelo governo, foi o próprio motor para o desvirtuamento e a negligência com a coerência macroeconômica. O congelamento de preços - que deveria ser encarado como um instrumento de eficácia decrescente - transformou-se em meta permanente. Os gastos públicos e o déficit do governo foram simplesmente ignorados na fase áurea de monetização da economia. A generosidade da política salarial acoplada ao câmbio congelado provocaram o desajuste do balanço de pagamentos e a inevitável declaração de moratória.

Por isso, a demissão do Ministro Funaro e a ascensão do Prof. Bresser representaram algo mais do que a simples troca do comando macroeconômico. Por princípio, o governo Sarney manteve as aparências de heterodoxia macroeconômica, tão de agrado do partido PMDB. Mas o envólucro de heterodoxia não impede que a essência do Plano Bresser seja distinta em certos aspectos e simultaneamente coadungue nos erros comuns ao Plano Cruzado.

O erro central do Plano Bresser - tão característico da vi são heterodoxa - é compartilhar da crença de que a administração cen tralizada de preços supera, em eficiência e em benefícios redistributivos, o mecanismo de mercado, mesmo numa economia desorganizada como a nossa. E neste sentido, o Plano Bresser conta a seu favor com um argumento inegável: a desorganização da economia brasileira agudizou-se desde 1986, fato aceito por economistas e políticos dos mais variados matizes. Os heterodoxos parecem esquecer, entretanto, que a desorganização decorreu das heresias econômicas dos últimos dezoito meses. E por este motivo, os sinais de mercado via pre ços relativos estão mais confusos e distorcidos do que antes.

O segundo erro refere-se à falta de uma articulação com o longo prazo, em particular com um plano político de aceitação consensual. Neste aspecto, o erro não reside exatamente nas intenções do Ministro Bresser, mas talvez resulte das grandes restrições poli ticas não superadas.

O terceiro erro é a forma com que o governo vem promovendo a redistribuição das rendas. O grande impacto inicial do Plano Cru zado foi realizar uma redistribuição inédita a favor dos assalariados e do governo. O Plano Bresser, por sua vez, tem uma política clara na prática e disfarçada nos discursos de redistribuição da ren da de empresas e trabalhadores a favor do governo. Neste sentido, o Plano Bresser acelera a estatização da economia por mecanismos que escapam à percepção do grande público.

II - O INÍCIO DE 1987: SURPRESAS E REAÇÕES

Na esteira dos desequilíbrios herdados de 1986, o primeiro semestre de 1987 foi marcado por evidências aparentemente contraditórias. De um lado haviam sinais claros de retração no ritmo da atividade econômica e de outro, a inflação galgava novos patamares superando a marca dos quatro dígitos anuais. A Figura 1 retrata a inflação medida pelo Índice Geral de Preços, Disponibilidade Interna, da Fundação Getúlio Vargas. Após a fase de taxas modestas em 1986, a inflação ao longo do primeiro semestre de 1987 retomou seu crescimento, porém, com uma aceleração nunca vista anteriormente. A taxa trimestral composta anualmente superava os 1300% no final de junho passado. A liderança da explosão inflacionária, antes em poder dos preços agrícolas, foi entregue aos preços industriais no atacado. O aperto do controle e do tabelamento de preços foram as reações típicas da intervenção estatal, imaginando com isto estancar o foco da inflação.

Visto por outras variáveis, o processo inflacionário não podia ser explicado por pressões da demanda agregada. As vendas no comércio varejista, por exemplo, estavam em clara retração (vide figura 3) independente da categoria do produto.

Também pelo lado da oferta, os sinais comprovam o desaquecimento no primeiro semestre. O crescimento em doze meses da produção industrial, visto na Figura 4, é claramente decrescente embora ainda positivo. E da mesma forma, a utilização da capacidade instalada na indústria, na Figura 5, confirma a forte desaceleração da atividade industrial.

Portanto, o recrudescimento das pressões inflacionárias do primeiro semestre não pode ser imputado à dimensão física. Assim, a explicação estaria do lado das expectativas. Após o longo congelamento de preços do Plano Cruzado, a partir de novembro de 1986, os preços relativos passaram por uma fase de reajuste, responsável aliás

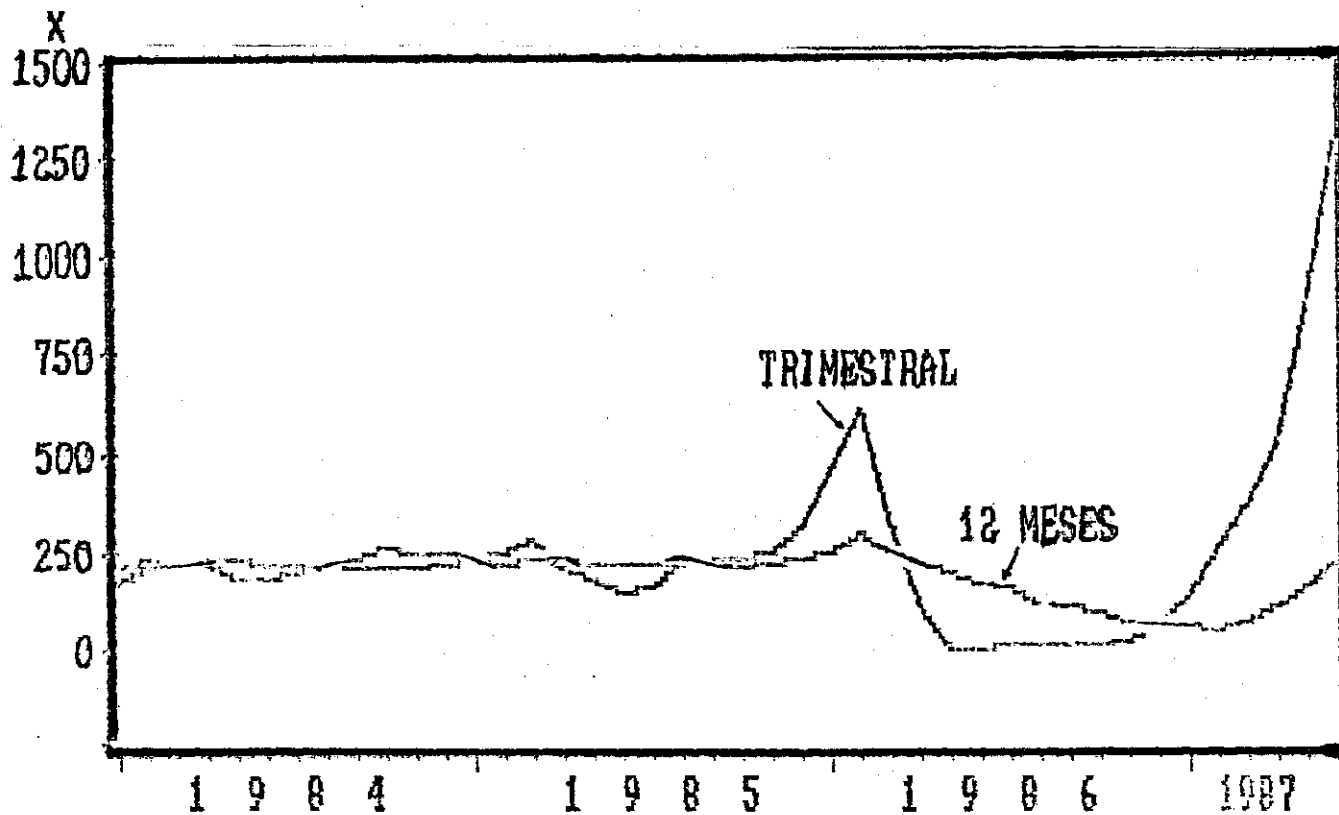


FIGURA 1
A TAXA ANUAL DE INFLAÇÃO - IGP/DI

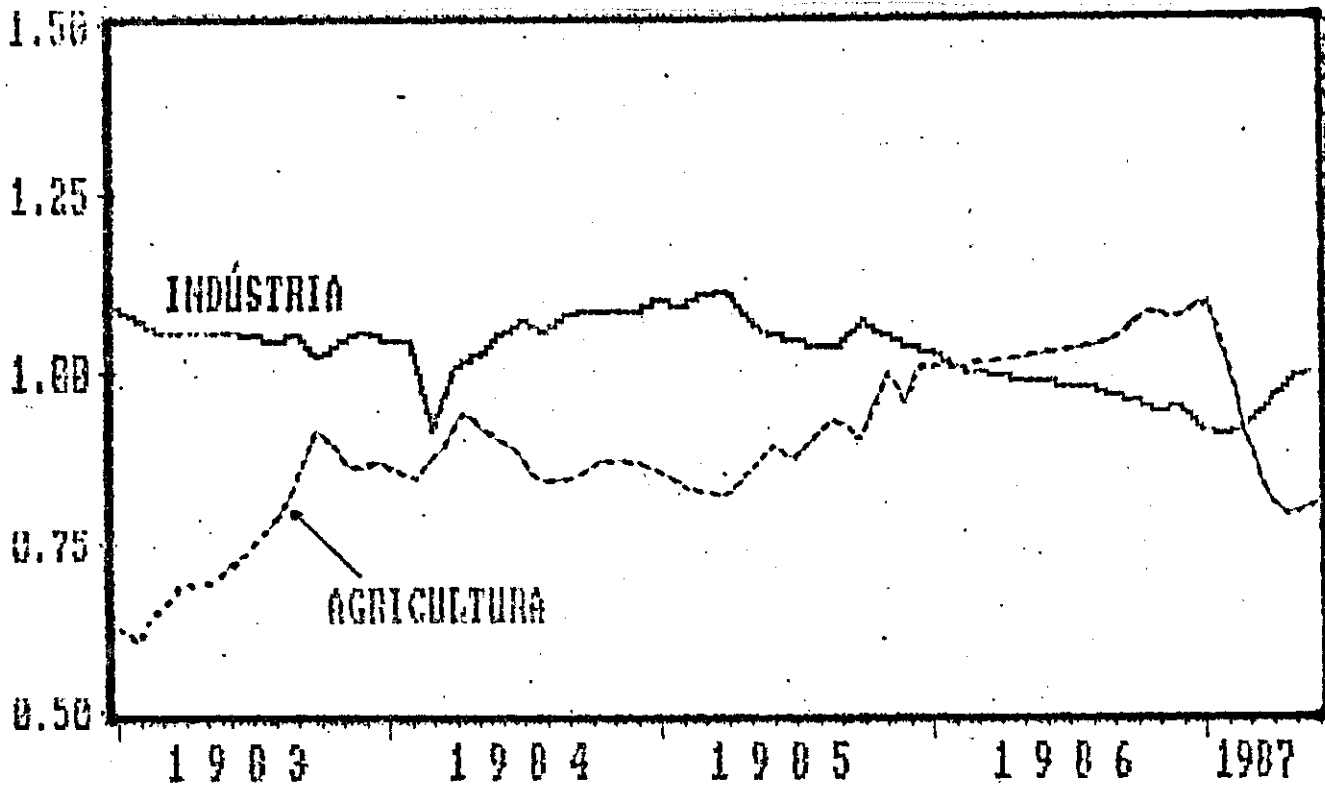


FIGURA 2
EVOLUÇÃO DOS PREÇOS REAIS DE SETORES
BASE: FEV. 1986 = 1,00

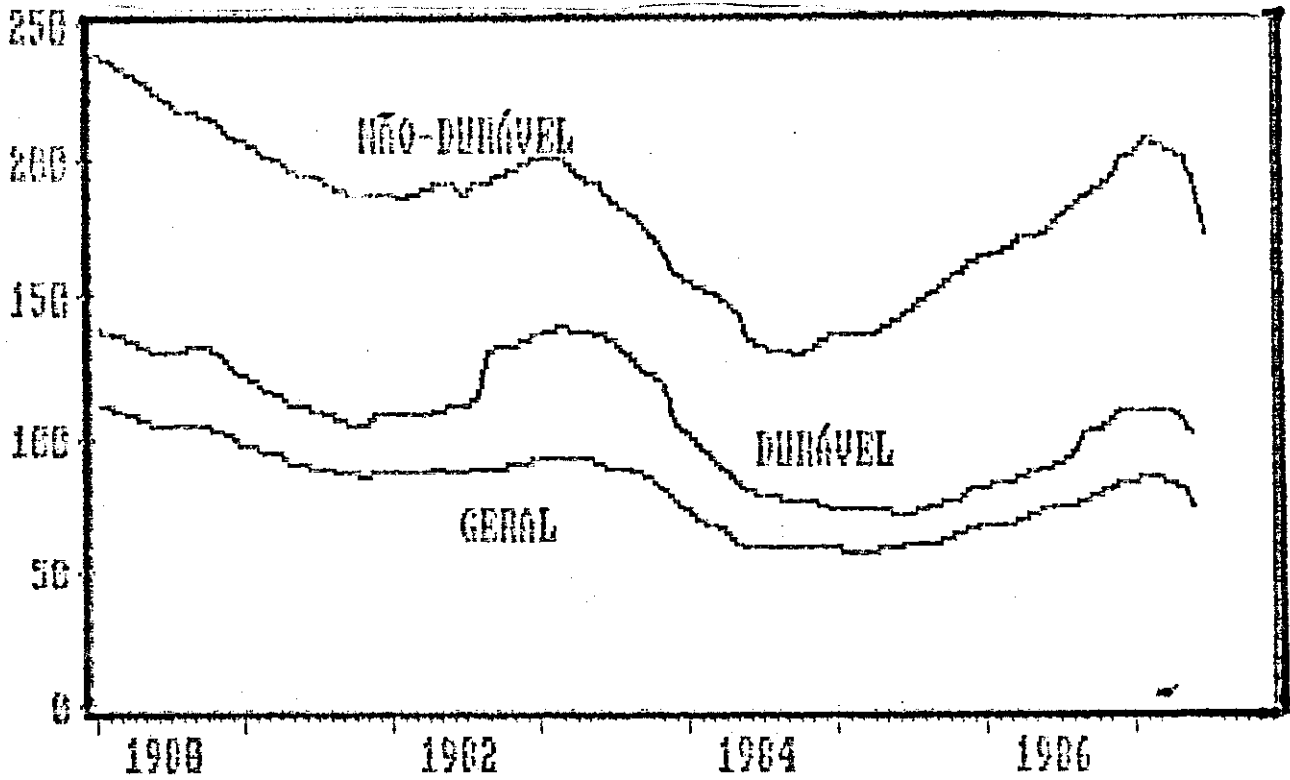


FIGURA 3

VENDAS NO COMÉRCIO VAREJISTA - RJ
ACUMULADO EM 12 MESES

pela inflação do final de 1986 e primeiro trimestre de 1987. Com o aviso de novo congelamento de preços por parte do Ministro Bresser, o reajuste de preços foi uma resposta natural das empresas como prevenção para a futura queda das margens de lucratividade. Como o movimento de reajustes foi generalizado, tanto por parte de produtores de bens finais como de insumos, a melhoria nas margens individuais não ocorreu com a intensidade desejada. O pequeno ganho decorreu da queda dos salários reais, mas já no final do semestre. Com a recuperação das margens não pode ser considerada suficiente nem garantida, permanece latente o desejo de reajustes de preços, por prevenção e/ou por recuperação de lucros passados.

Mas também não foi apenas a tentativa de reconquista das margens empresariais o fator responsável pela inflação. Existem ou tros culpados, em particular os reflexos do descontrole do setor pú blico. A tremenda expansão dos gastos públicos - nos três níveis de esfera - acoplada à falta de controle, impulsionaram os preços pelo lado da demanda e, ao mesmo tempo, ampliaram o grau de ineficiência no sistema produtivo. Considerando apenas uma pequena parte dos gastos públicos totais - aquele de responsabilidade direta da União - os níveis reais de despesas tiveram um crescimento ímpar desde 1985, como bem mostra a Figura 6. A queda em 1987 é um reflexo do surto inflacionário inesperado, mas ainda assim, os níveis atuais estão o dobro da herança deixada pela Velha República. A outra parte menos controlável dos gastos federais, de responsabilidade das empresas estatais, deve apontar evidências mais inquietantes, mas infelizmente os dados não são disponíveis.

A queda na eficiência da economia decorreu tanto das disfunções do setor público - uma questão - discutida mais adiante - como do retorno de uma série de mecanismos de indexação. Além dis to, como a incerteza sobre os níveis futuros de preços relativos e das taxas futuras de inflação tornou-se mais aguda, os contratos de preços e retornos pré-fixados desapareceram e a economia brasileira reingressou no cenário aparentemente neutro e protetor da correção

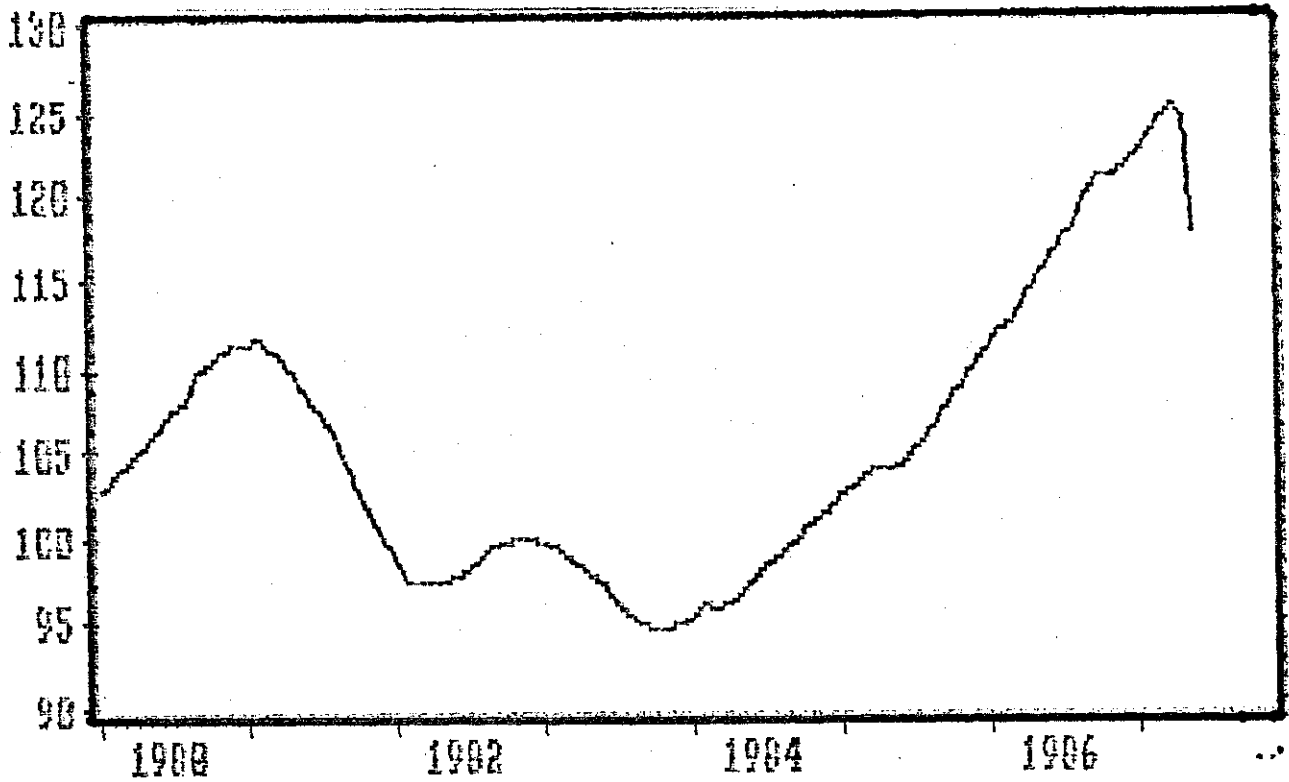


FIGURA 4

PRODUÇÃO INDUSTRIAL AGREGADA
ACUMULADO EM 12 MESES

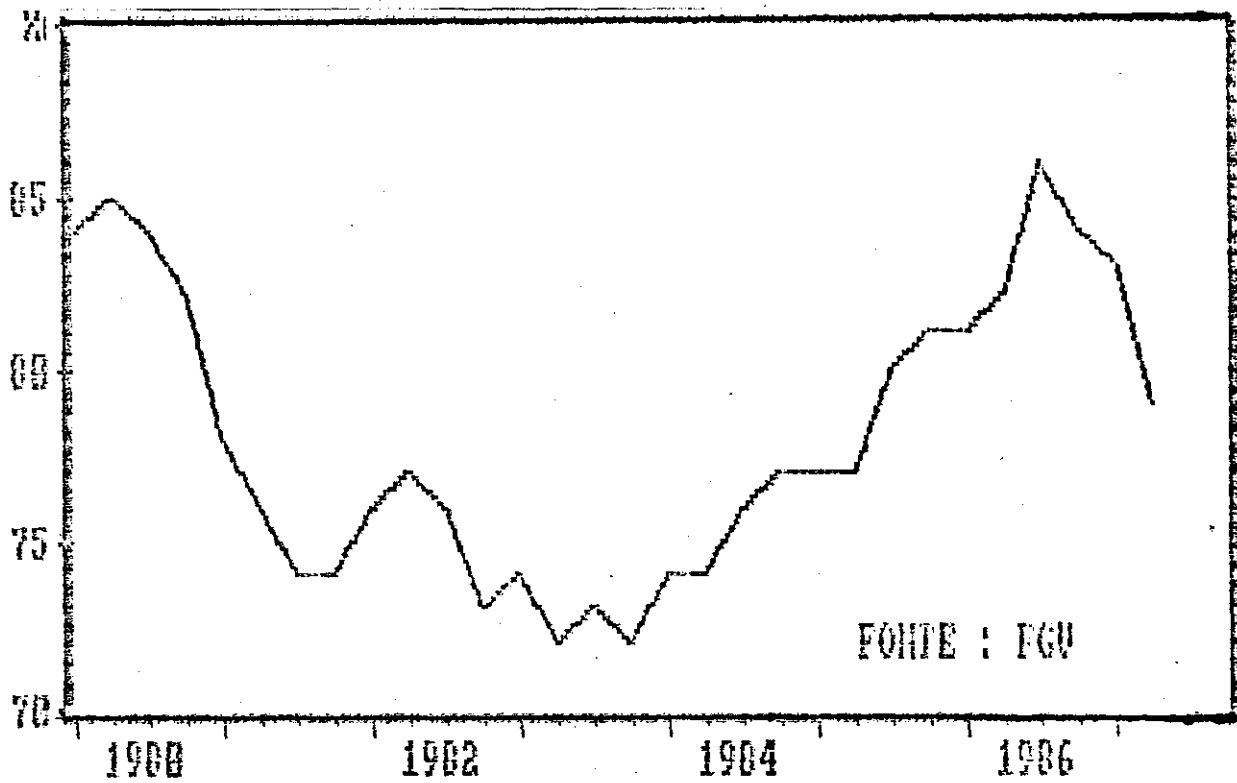


FIGURA 5
UTILIZAÇÃO DA CAPACIDADE INSTALADA
INDÚSTRIA GERAL - BRASIL

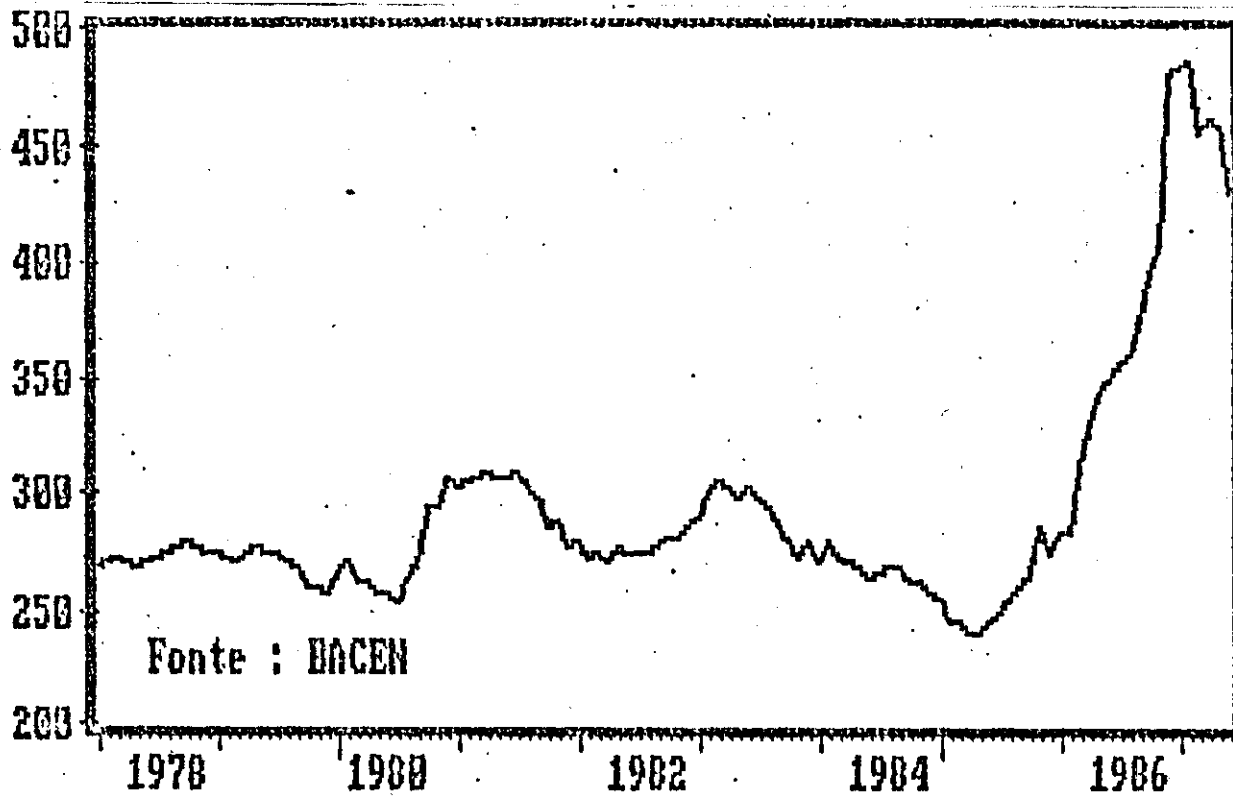


FIGURA 6

EVOLUÇÃO DOS GASTOS REAIS DA UNIÃO
CZ\$ BILHÕES DE FEV. 1986, ACUMULADO EM 12 MESES

monetária expost. À medida que a indexação generalizada eliminou a flexibilidade dos preços relativos, o sistema produtivo permaneceu com os mesmos vícios do sistema anterior do Plano Cruzado I. Com isto, os sinais de mercado deixaram de ser relevantes e as atenções voltaram-se - repetindo uma velha história - para as aplicações financeiras.

Mas a grande diferença em relação ao Plano Cruzado I diz respeito à estabilidade das taxas reais de juros. A Figura 7 mostra que durante os nove meses de vigência do Plano Cruzado I - de março a novembro de 1986, com as datas limítrofes assinaladas por asteriscos na figura - a taxa real de juros, medida pelo custo de financiamento, permaneceu positiva e bastante estável nos 2% ao mês. Em oposição, o primeiro semestre de 1987 foi caracterizado pela dispersão mais abrupta desta década. Como a tranquilidade do mercado e solvência das instituições financeiras estão diretamente ligadas ao nível e à estabilidade das taxas reais de juros, é fácil antecipar os problemas futuros com a manutenção desta política. É mais estranho ainda observar que o governo terá que ativar a dívida pública, com a necessidade de financiamento não inflacionário do seu déficit, o que aliás, já vem ocorrendo desde o final de 1986. Por isso não faz sentido enfraquecer a intermediação financeira privada, a não ser que a colocação dos títulos venha a ser feita de forma compulsória.

Para tumultuar o ambiente doméstico, a incapacidade do Brasil cumprir seus compromissos externos, levou à decretação da moratória unilateral, com o rompimento das negociações com os credores e com os organismos internacionais e à suspensão temporária do pagamento dos juros dos empréstimos de médio e longo prazos contratados com os bancos comerciais estrangeiros. Esta decisão foi justificada officiosamente pela necessidade de ganhar tempo e recuperar as reservas cambiais, perdidas com os resultados medíocres da balança comercial.

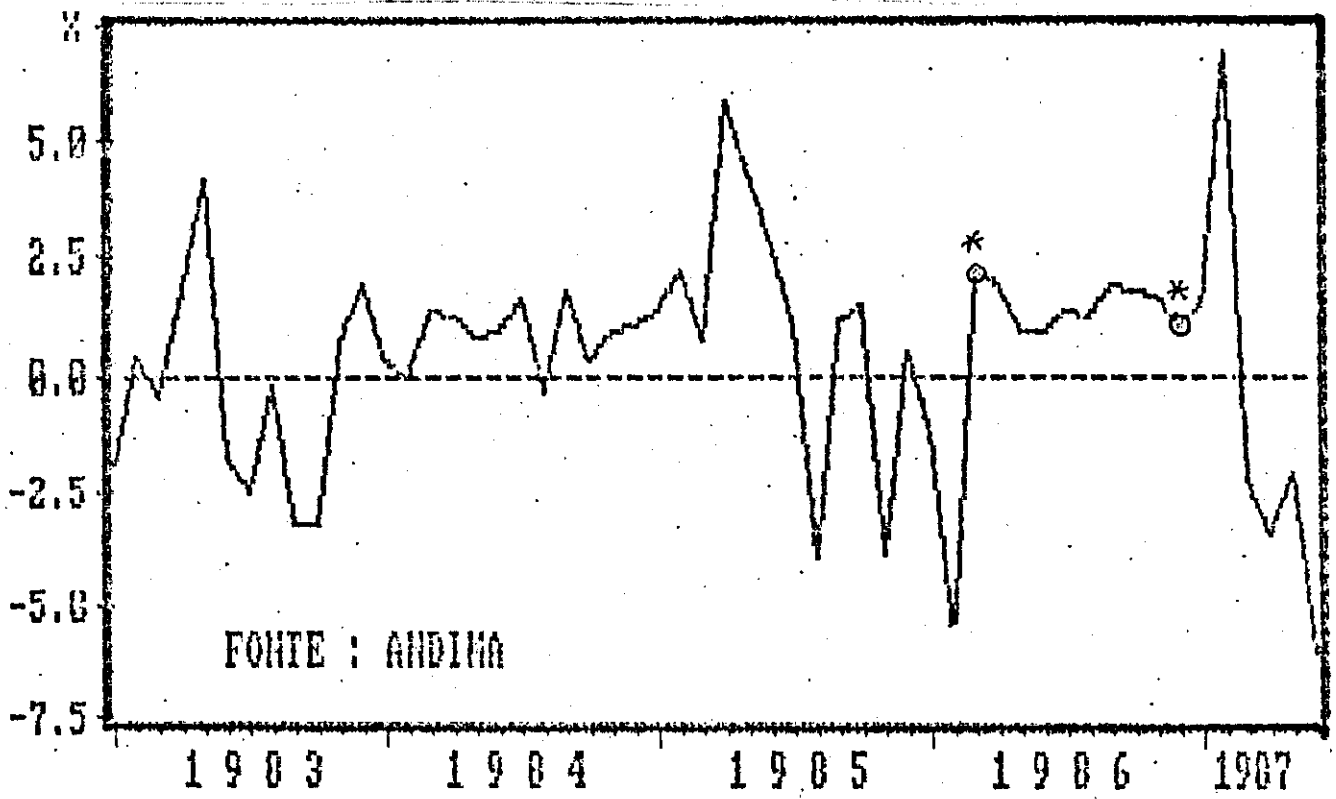


FIGURA 7
TAXA REAL MENSAL DE JUROS - ADM
DEFLATOR: IGP/DI

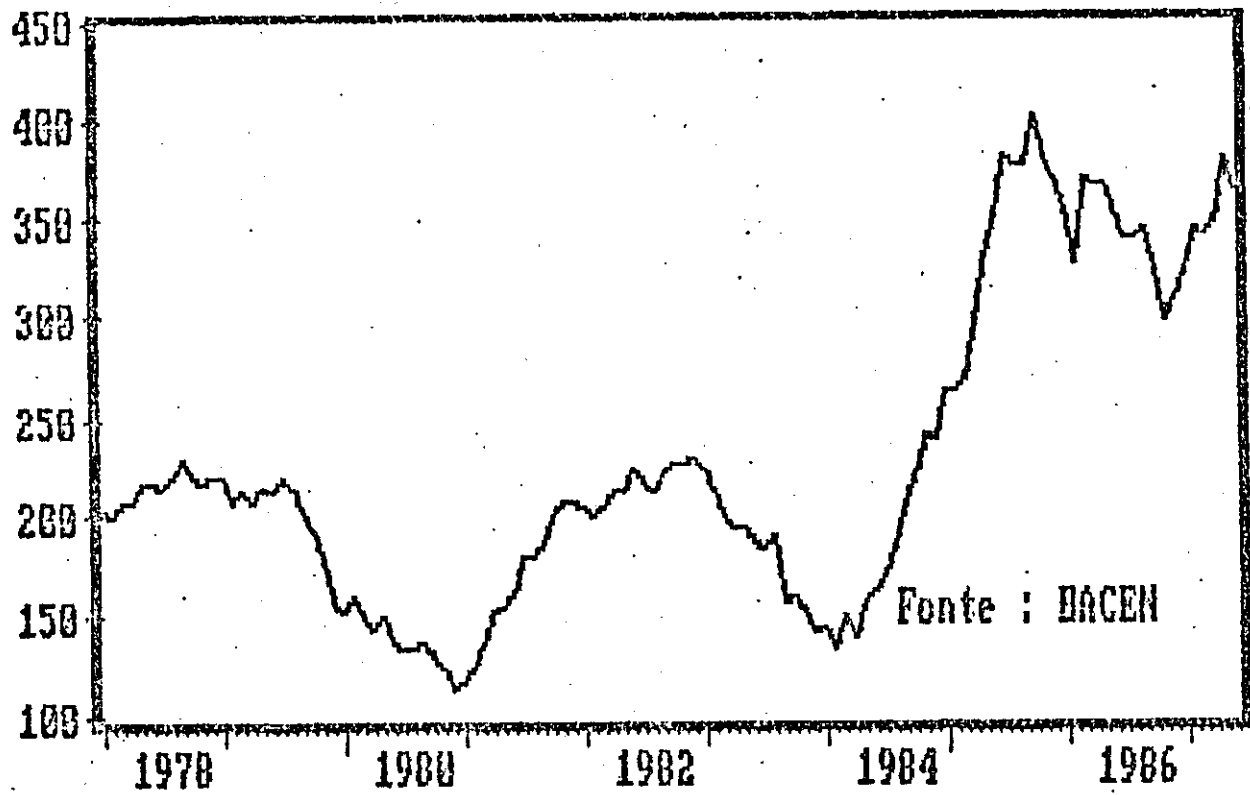


FIGURA 8
EVOLUÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA
CZ\$ BILHÕES A PREÇOS DE FEV. 1986

Sob alguns aspectos, a decisão política parece prevalecer sobre a questão econômica e, a comparação com a crise externa de 1982-84 é bem elucidativa. Ao contrário de 1982, quando as reservas cambiais eram negativas, o saldo disponível na ocasião da moratória era positivo embora insuficiente. Uma segunda diferença foi a introdução de imposições políticas, com a busca de apoio paralelo de instituições financeiras oficiais e de governos. A grande condicionante em toda a negociação foi a manutenção de um crescimento econômico mínimo, o que não aconteceu em 1982 - quando a economia já se encontrava em recessão. Ainda dentro da linha política, a moratória de 1987 serviu para lembrar aos credores externos a responsabilidade mútua da inadimplência do Brasil e de outros países. O Brasil foi lento na adoção de estratégias de ajustamento às crises do petróleo de 1973 e 1979 mas, os bancos comerciais foram imprevidentes na concessão indiscriminada de empréstimos e os governos dos países industrializados responsáveis e coniventes com a escalada dos juros. Os altos spreads pagos pelo Brasil já renunciavam a precaução do risco por parte dos bancos credores. Portanto, o impasse é geral. Um estudo recente aponta que o pagamento do excesso de juros sobre a dívida brasileira, de 1978 a 1986, atinge um valor acumulado em US\$ 17,5 bilhões. Estas transferências correspondem a um sacrifício da nação brasileira em favor dos bancos credores e dos países industrializados, os mesmos que dificultam hoje a expansão das nossas exportações.

Em resumo, o governo brasileiro prestou um grande serviço à comunidade dos países endividados ao lembrar as verdadeiras origens da inadimplência internacional dos anos 80. Faltou assumir um papel mais severo e coerente no ajustamento doméstico, o que efetivamente interessa à sociedade brasileira. Como já foi dito outras vezes, a coerência da estratégia macroeconômica, compromissada com os grandes ideais de justiça social, de eficiência e modernização prescinde de encomendas externas.

Infelizmente, não foi assim que o sistema político de sustentação do governo entendeu a questão. O estancamento das negocia

ções trouxe, primeiro, um alívio temporário para a administração da política macroeconômica, e, segundo, camuflou os problemas domésticos maiores de descontrole das contas públicas e suas conseqüências,

A economia brasileira entrou então numa fase de desaquecimento desordenado, vale dizer que a retração da atividade produtiva não foi um resultado consciente da estratégia macroeconômica, mas sim uma decorrência do comportamento de indivíduos e empresas em relação às incertezas sobre o futuro. Neste sentido, o panorama tornou-se muito próximo daquele do final de 1985 e início de 1986.

A política de recomposição real dos salários - antes considerada um altar intocável - já havia sofrido um redirecionamento em novembro de 1986. A nova fase inaugurada em 1987 introduziu maior flutuação nos salários reais, embora ainda em faixas inferiores à dos anos anteriores. A Figura 9 mostra dois efeitos da nova política salarial em 1987. Primeiro, a perda da estabilidade em termos reais e, segundo, a tendência à queda nos salários reais. Este foi o reflexo social da retomada da inflação anual aos três dígitos.

Por um lado, a indexação expost eliminou a flexibilidade de preços relativos e congelou os grandes desequilíbrios, e por outro, os déficits público e externo desencadearam uma sequência conhecida de efeitos. Os juros reais elevados e instáveis, em conjunto com o desaquecimento desordenado, conduziam a atividade produtiva e o emprego para patamares mais baixos. O déficit público expandia-se impondo novas ondas de juros mais elevados e assim por diante.

Finalmente, como um desenlace previsto, houve necessidade de reformar a estratégia e a administração da política macroeconômica. Ocorreu, então, a troca do Ministro da Fazenda e das respectivas equipes.

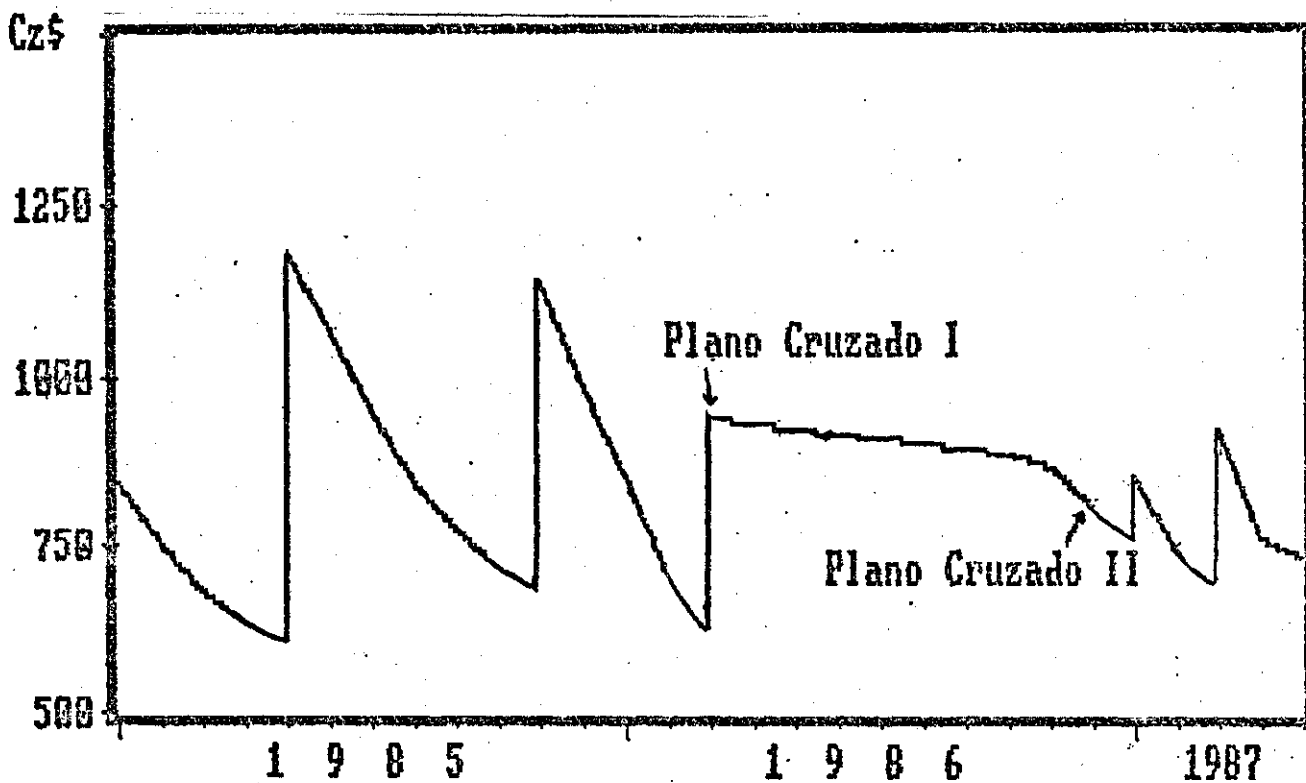


FIGURA 2
EVOLUÇÃO DO SALÁRIO MÍNIMO REAL
A PREÇOS DE DEZEMBRO DE 1986

III - A NOVA ORDEM ECONÔMICA COM O MINISTRO BRESSER

A nova equipe econômica do Ministério da Fazenda vem enfrentando restrições das mais variadas fontes. No campo político esbarrou no patrulhamento e no dogmatismo partidário, avesso à coerência macroeconômica. No campo econômico, encontrou um ambiente de desequilíbrios agravados pelo congelamento de preços relativos, por diagnósticos e terapia inadequadas, pelo descontrole dos gastos públicos e pelo mascaramento de dados oficiais.

Apesar dos percalços, o grande avanço do Ministro Bresser foi restaurar o mínimo de coerência macroeconômica, embora sem abandonar alguns vícios heterodoxos. Em pelo menos três aspectos, o Plano Bresser ou Plano Cruzado III pode ser considerado mais coerente do que o Plano Cruzado I. Em primeiro lugar, no estabelecimento de metas menos românticas e mais factíveis - já não se pretende combinar a inflação suíça com o crescimento econômico japonês - é entretanto interessante apontar que ao abandonar o misticismo econômico, o Ministro Bresser perdeu o apoio do partido PMDB. Em segundo lugar, o plano reconhece a causalidade mais ortodoxa entre instrumentos e metas. E, em terceiro lugar, o plano estabelece maior harmonia entre os instrumentos de política, o que favorece a antecipação dos seus efeitos líquidos.

Porém, apesar da maior consistência interna, o plano Bresser não deve ser imaginado como uma saída definitiva. Falta-lhe a já mencionada articulação com o longo prazo e, neste sentido, é uma estratégia incompleta. Além disto, o plano Bresser pode ser criticado como um diagnóstico incorreto - um desvio de atenção dos grandes problemas nacionais. Como tem sido lembrado, a crise econômica atual é causada mas sem consequência da pluralidade de comandos políticos, cada um perseguindo metas conflitantes com as dos demais.

Como peça incompleta, o plano Bresser ainda não pode ser avaliado profundamente. Apenas algumas reflexões são possíveis por

enquanto, principalmente porque por força de acomodação partidária, ele sofrerá modificações ao longo do tempo. Na sua essência, o Plano Bresser contém muitos ingredientes ortodoxos com um leve condimento de heterodoxia. O combate à inflação é feito com forte controle da demanda agregada, obtido através de políticas monetárias e tributária restritivas, e do imprescindível corte seletivo dos gastos públicos e dos subsídios. O aumento da taxa real de juros é um componente importante pois inibe a formação de estoques especulativos, reduz o dispêndio interno, desestimula a saída de capitais para o exterior e favorece o ajuste na balança comercial. Ainda dentro do elenco ortodoxo, não foi imposta (pelo menos explicitamente) nenhuma amarração artificial na taxa de câmbio. E o toque de heterodoxia fica por conta do congelamento temporário dos preços, mais uma vez baseado na discutível crença na convergência de preços, e da hipótese de ausência ou imunidade da economia a choques de oferta. Os mais críticos acrescentam o cinismo da manipulação dos índices de preços como o grande promotor da redistribuição de renda contra os trabalhadores, com salários manietados, e contra os tomadores de títulos da dívida pública.

Além de direcionadas para o combate à inflação, as mesmas medidas buscam promover o ajuste externo. Com o desaquecimento do mercado doméstico, há uma queda nas importações e um aumento do excedente exportável. Portanto, a política combina o ajuste recessivo para as metas de redução da inflação e aumento do saldo comercial com a flexibilidade no câmbio em favor da balança comercial. Em vários aspectos, esta história é bem conhecida. Conhecendo a capacidade de resposta da economia brasileira. O Plano Bresser reúne as qualidades necessárias para atender as duas metas de curto prazo. É possível mesmo que - mantidos os rumos previstos - o desaquecimento seja mais intenso e acelerado do que o desejável e o sustentável politicamente.

A retomada dos saldos comerciais nos níveis superiores a US\$ 1 bilhão reflete a rápida resposta da nossa economia no tocante ao ajuste externo. Falta agora acelerar o ajuste dos desequilíbri-

os domésticos.

Nesta fase, as grandes restrições ao Plano Bresser localizam-se no setor público infenso a controles e cortes, nas reações imprevisíveis dos trabalhadores e das classes de renda mais baixa, e no aumento das taxas internacionais de juros. O primeiro obstáculo é o mais deplorável de todos, a medida que mina os alicerces do plano dentro do aparato institucional que deveria compreender as dificuldades da situação atual. Sem o exemplo e o respaldo político, as negociações com trabalhadores serão tumultuadas e pouco eficazes. E o aumento das taxas internacionais de juros é um dado externo, que para ser compensado exige o reinício das negociações com os credores e a suspensão do estado de moratória.

Porém, mesmo com o sucesso do Plano no curto prazo - o que se verifica com a queda substancial na taxa de inflação e o retorno à superávit comerciais na casa dos US\$ 1 bilhão mensal - é necessário reconhecer que a política peca na ausência de articulação com o longo prazo. A excessiva e deplorável atenção ao curto prazo mascara quatro problemas intocáveis, sempre relegados para o futuro. O primeiro é a baixa taxa de formação de poupanças domésticas, que precisa retornar aos níveis de 20-22% do PIB, afim de permitir o crescimento sustentado da produção, do emprego e da modernização tecnológica. O segundo é a falta de sintonia com um plano de metas de longo prazo. Como programa de ajuste, o Plano Bresser representa apenas uma transição e, lamentavelmente, não sabemos para onde. O terceiro problema é a ausência de regras claras, aceitáveis e estáveis de indexação dos contratos de longo prazo. E o último problema é a adiada definição do papel e o espaço de atuação dos vários segmentos sociais e setores econômicos, em particular do setor público. Sem a solução deste último problema - que o Plano Bresser não tem competência nem se propõe a resolver - a fase de aumento das taxas reais de juros representará apenas mais um avanço da estatização.

O grande problema técnico colocado nas mãos do Ministro Bresser, e que o dogmatismo partidário recusa-se a enxergar - é o dile-

político da conciliação de metas conflitantes. Sendo uma estratégia de ajuste a curto prazo, não é possível atender simultaneamente os três problemas conjunturais mais graves: (1) a geração de superávits comerciais suficientes para cobrir os compromissos da conta de serviços; (2) reduzir o patamar da taxa de inflação; e (3) expandir a demanda agregada e com ela o nível de emprego e de salários reais. Como estas metas são inconciliáveis a curto prazo é necessário sacrificar uma delas.

O levantamento do estado de moratória e a retomada dos pagamentos dos juros mostram que o Ministro Bresser procurará manter-se fiel ao ajuste externo, única forma de atender às necessidades de "new money". Esta opção implica que o sacrifício será na taxa de inflação ou na intensidade do controle da demanda agregada.

Um problema que complica a escolha estratégica é a rapidez que está sendo exigida para o reequilíbrio das contas externas. Portanto, o dilema não é exatamente mais ou menos inflação versus maior ou menor crescimento econômico. A falta de oferta de poupanças impede que a economia brasileira retorne às taxas históricas de 7% de crescimento real do PIB. Logo, o máximo que poderia ser administrado resume-se na taxa de crescimento real - que por restrição técnica será menor do que a de 1986.

Imaginando que os efeitos defasados da política executada pelo Ministro Funaro tenham perdurado pelo primeiro semestre de 1987, a Figura 10 procura ilustrar as diferenças nos cenários. A tentativa de manutenção do crescimento econômico elevado e desordenado com o retorno da inflação, implicaram numa trajetória nas duas variáveis com o formato assinalado em linha cheia. Por sua vez, o Ministro Bresser impôs duas fases na inflação: primeiro, ao anunciar o novo congelamento, provocou a inflação preventiva e, em seguida, desfechou a política de controle da demanda acoplada ao congelamento de preços. No final de 1987, os resultados líquidos do Plano Bresser serão uma taxa anualizada superior a de 1986 mas inferior a do meio

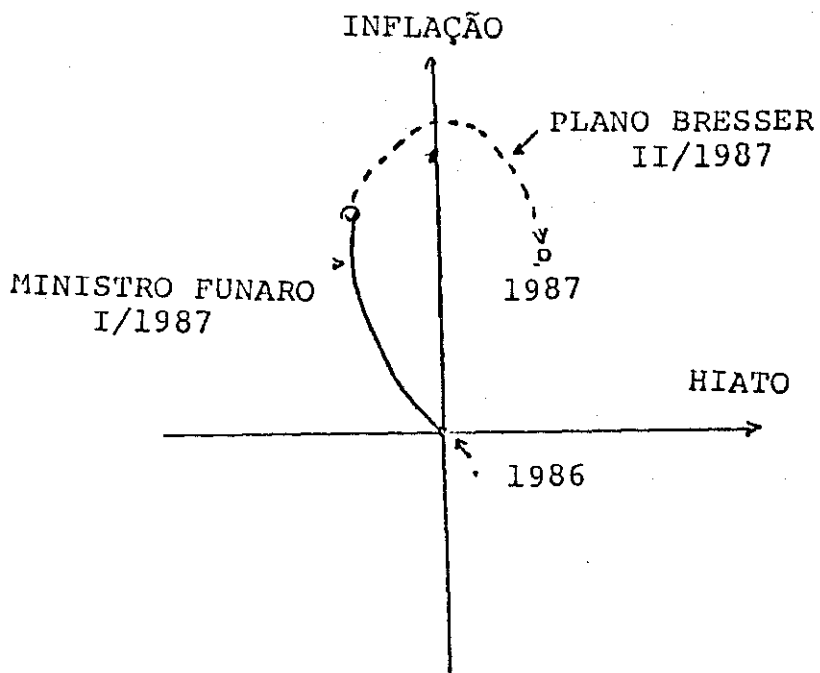


FIGURA 10
OS AMBIENTES DE 1987

de 1987 e uma taxa de desemprego superior a de 1986. Dependendo da reorientação política - onde as próximas eleições atuarão como forte condicionante contra ingredientes ortodoxos - o primeiro semestre de 1988 será marcado pelo desaquecimento continuado e por pressões na inflação, beirando os dois dígitos mensais.

A Figura 11 reproduz as previsões sobre o crescimento da produção industrial agregada à técnica de indicadores antecedentes. Os prognósticos com os indicadores são também endossados pelas restrições técnicas, em particular a reduzida capacidade ociosa nas plantas industriais (determinada pela plena ocupação dos equipamentos, insuficientemente ampliados e renovados em 1986 e 1987) e a inevitável manutenção do controle da importação de insumos básicos em 1988.

Porém, independente do papel dos condicionantes políticos e econômicos, a contínua queda na atividade industrial já é bem previsível em vários indicadores parciais.

A técnica dos indicadores antecedentes baseia-se na idéia de que séries econômicas são algo mais do que uma sequência de números. Toda série contém algum tipo de informação - que pode ser identificado com filtros estatísticos - algumas vezes meramente refletindo o passado de outro fenômeno, e outras vezes, antecipando o comportamento de outros fenômenos. Assim, se desejamos antecipar as flutuações cíclicas da produção industrial, devemos examinar estatisticamente a intensidade e o formato do relacionamento de diversas variáveis com esta série. Algumas séries têm comportamento independente da produção industrial, outras são associadas mas com retardo ou coincidência nas flutuações e, finalmente, umas poucas antecedem à atividade industrial.

Identificadas as variáveis antecedentes, elas são agregadas segundo alguma característica de homogeneidade em indicadores antecedentes parciais. No caso da produção industrial agregada dos cálculos dos indicadores reproduzidos na Figura 11, foram identificadas cerca de

quarenta e duas variáveis antecedentes num arquivo mensal com 630 séries. A análise estatística compreendeu o período de janeiro de 1981 a junho de 1986 e espera-se que a qualidade preditiva das quarenta e duas variáveis em relação ao crescimento da produção industrial perdure no futuro próximo. As quarenta e duas variáveis antecedentes foram, então, classificadas e agregadas em seis indicadores antecedentes parciais e um agregado. Originalmente, as variáveis antecedentes eram em maior número, reduzidas após alguns testes que eliminaram aquelas com redundância de informação. Na composição do indicador antecedente, cada variável insumo foi previamente normalizada e ponderada pela sua correlação com o crescimento da produção industrial.

Os seis indicadores antecedentes parciais reproduzidos na Figura 11 são:

a) Indicador de Emprego, com nove variáveis e avanço médio de seis meses, agregando o emprego de mão-de-obra em setores sensíveis às flutuações cíclicas, como a indústria têxtil, de material de construção e a de papel e papelão.

b) Indicador de Produção, com sete variáveis e também seis meses de avanço médio. As variáveis típicas deste indicador parcial correspondem ao uso de fatores físicos de produção, tais como o consumo industrial de energia elétrica e a venda de insumos básicos.

c) Indicador de Consumo e Vendas, com quatro variáveis e avanço médio de quatro meses. O indicador parcial reflete a evolução das vendas, no varejo, de produtos elásticos às flutuações cíclicas.

d) Indicador de Insolvências, com dezesseis variáveis e avanço médio de seis meses. Compreende variáveis referentes ao protesto de títulos, concordatas e falências, nos setores sensíveis às

menores flutuações conjunturais.

e) Indicador de Liquidez, composto por três variáveis relacionadas com os empréstimos monetários e não monetários. O avanço médio atinge dez meses.

f) Indicador de "Sentimento", com três variáveis e avanço médio de nove meses. Este indicador é o mais singelo e abrange os índices representativos da Bolsa de Valores.

Finalmente, o indicador agregado é formado pelas 42 variáveis e contém um avanço médio de seis meses. A Figura 11 retrata a evolução dos indicadores calculados. À primeira vista, os indicadores parciais parecem apontar previsões conflitantes, mas uma análise mais cuidadosa revela os motivos das divergências. A julgar pelo indicador agregado, no alto da figura, ainda haveria um aumento na taxa de crescimento da produção industrial em 1987, seguido porém de uma fase de desaquecimento, perdurando pelo segundo semestre e início de 1988, pelo menos.

A desagregação por classe de indicadores revela detalhes mais ricos. O indicador parcial de Liquidez, em franca expansão ao longo de 1987, prenuncia fortes pressões na demanda, enquanto os outros, mais voltados para os aspectos físicos da atividade, são claramente depressivos. Isto pode significar que no cômputo geral, o ano de 1987 e o início de 1988 serão marcados pelo desaquecimento industrial simultâneo a pressões inflacionárias renovadas.

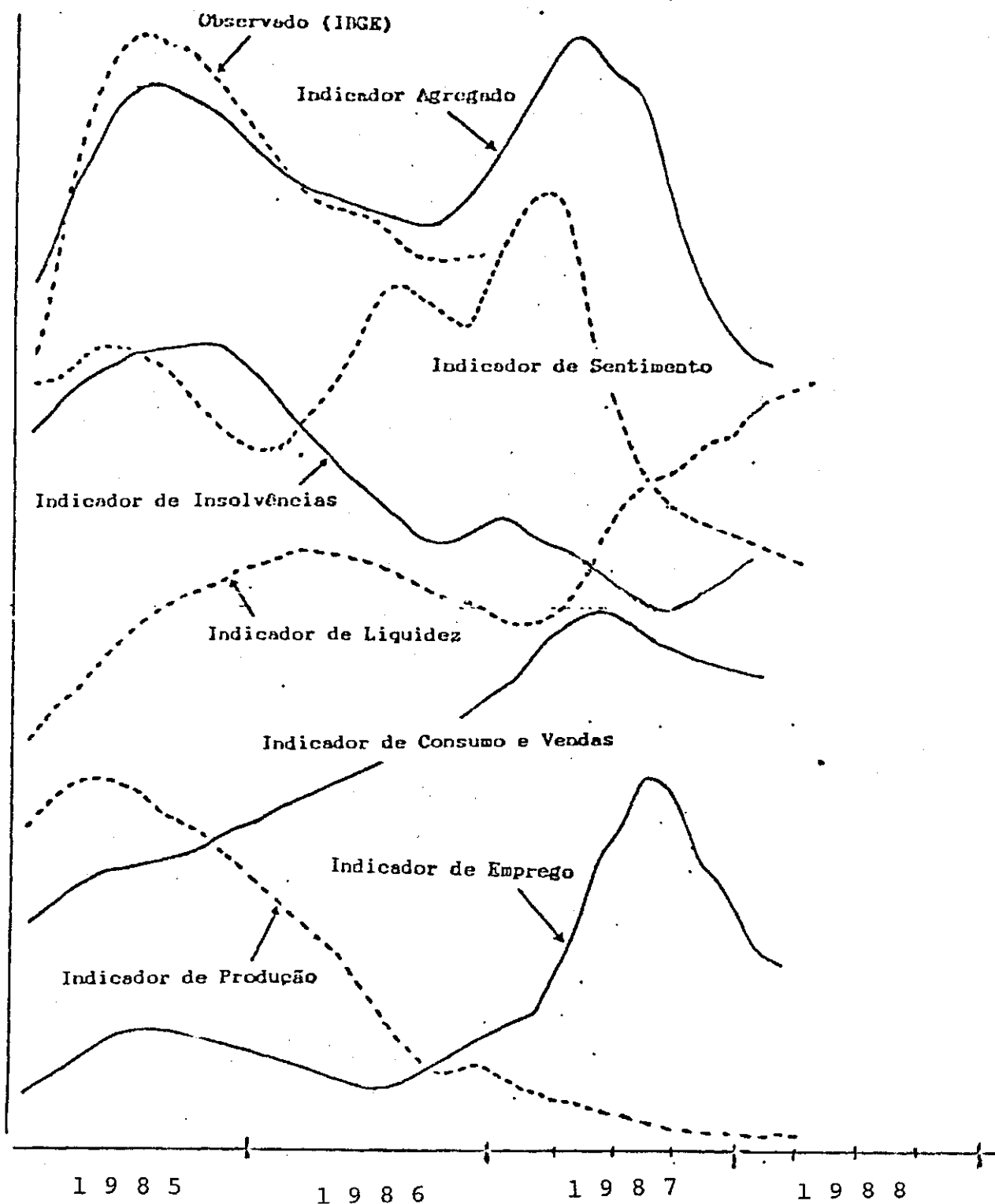


FIGURA 11
INDICADORES ANTECEDENTES DA PRODUÇÃO INDUSTRIAL
TAXAS DE CRESCIMENTO EM DOZE MESES