

INTRODUÇÃO

A insustentável leveza do crescimento

Luiz Gonzaga Belluzzo

Ricardo Carneiro

O tema central deste boletim é o da sustentabilidade do incipiente crescimento da economia brasileira, iniciado em 2004. Advoga-se, ao longo das suas várias seções, o caráter contingente desse crescimento, de intensidade e duração incertas. Para discutir essa questão privilegia-se o exame da trajetória recente e futura da nossa economia a partir de três vetores básicos: a) os efeitos do cenário internacional favorável e do choque externo benigno e as possibilidades de sua continuidade; b) as conseqüências da política macroeconômica ortodoxa centrada nas metas de inflação, câmbio flutuante e superávits fiscais crescentes e de seu provável aprofundamento; c) a contribuição e os limites da política de desenvolvimento cujo eixo é o Estado regulador.

1 O choque externo benigno

Na discussão dos determinantes do crescimento, o aspecto central é o do cenário externo favorável, tanto do ponto de vista do comércio quanto dos fluxos de capitais. Não seria exagero afirmar que vivemos nos últimos três anos um choque benigno que ajudou a atenuar, pelo menos temporariamente, a nossa principal restrição ao crescimento, a externa.

O impacto do cenário internacional nas contas externas pode ser visto pelos indicadores de vulnerabilidade. No caso da liquidez a melhora foi menos substantiva, circunscrevendo-se ao segundo semestre de 2003 e estacionando após esta data, como reflexo, sobretudo, do nível constante de reservas em moeda forte. A grande melhoria é observável no indicador de solvência,

por duas razões: o crescimento excepcional das exportações, mas também a redução da dívida externa. A redução da vulnerabilidade externa foi, portanto, assimétrica, refletindo a trajetória dispar das duas contas do balanço de pagamentos, a de transações correntes, em particular a comercial, e a financeira (ver SEÇÃO II).

O detalhamento analítico das variáveis que compõem os indicadores é um exercício importante para discutir a permanência da redução da vulnerabilidade externa. Na dimensão liquidez a continuidade da melhora não parece plausível. Ela dependerá em primeiro plano da ampliação do nível de reservas. Isto requereria, de um lado, a continuidade do ciclo de liquidez internacional nos moldes observados em 2003 e, de outro, uma política deliberada de acumulação de reservas. Embora não seja descartável a possibilidade de janelas de liquidez, com ampliação dos financiamentos aos países emergentes e queda dos riscos-país, como observado no segundo semestre de 2004, também é previsível a intermitência desses ciclos, confirmando o padrão de *feast and famine* observável ao longo dos últimos seis anos. A compra de divisas e a manutenção da paridade cambial constituem exatamente o contrário do que vem praticando o Banco Central, com maior ênfase após Setembro de 2004 (ver SEÇÃO II).

No que tange à evolução da solvência, dois aspectos são cruciais: a evolução da taxa de rolagem dos vários tipos de dívida e a permanência do crescimento das exportações. No caso da rolagem, observa-se que, apesar das intermitentes janelas de liquidez, a dívida privada tem mostrado queda consistente, como reflexo da decisão das empresas de reduzir o passivo em moeda estrangeira. Essa decisão tem se disseminado para o pré-pagamento de dívidas vincendas, contando com o beneplácito do Banco Central que, através da Resolução 3.217 de 30/06/2004, autorizou a quitação antecipada de

dívida pelo mercado de câmbio comercial, operação só possível até então através da CC-5. Essa postura das empresas, especificamente daquelas que não produzem bens comercializáveis, está associada à percepção da instabilidade dos mercados financeiros globais, à volatilidade da taxa de câmbio e à precariedade do *hedge* cambial com a redução da oferta de títulos públicos indexados ao câmbio. A redução da dívida externa privada e a indisposição das empresas em se endividarem adicionalmente é uma tendência positiva, mas que pode vir a ser acompanhada de um agravamento da vulnerabilidade do ponto de vista da liquidez ao implicar, no curto prazo, maior pressão sobre divisas escassas (Ver SEÇÃO II)

A redução da vulnerabilidade externa dependerá em última instância da continuidade do crescimento das exportações e da preservação do saldo comercial e de transações correntes. Esse último é de grande relevância para manter a oferta de divisas num contexto de conta financeira recorrentemente deficitária. É previsível, todavia, sua redução por conta da contração do saldo comercial determinada pelo provável arrefecimento do crescimento das exportações. Num contexto de desaceleração do crescimento do comércio internacional as exportações brasileiras sofrerão o duplo impacto da dependência excessiva das *commodities*, com sua característica volatilidade de preços e quantidades, e da apreciação da moeda nacional, redutora da competitividade dos manufaturados (ver SEÇÃO II).

A questão central contida na discussão anterior diz respeito à continuidade da redução da vulnerabilidade externa e tem como pano de fundo a duração desse cenário internacional benigno, seja do ponto de vista do prosseguimento do crescimento econômico e do comércio, seja do ciclo de liquidez. Essa redução é essencial: apesar da melhoria recente, ainda somos classificados como país de grau de risco especulativo (*non-investment graded*). Para avaliar a

possibilidade de preservação do cenário internacional, há que se examinar a trajetória das duas principais economias mundiais, a americana e a chinesa, bem como a política econômica a ser posta em prática por suas respectivas autoridades econômicas para enfrentar os desequilíbrios oriundos do padrão de crescimento vigente.

No caso dos Estados Unidos, as questões envolvem temas como a autonomia da política monetária americana ante o financiamento do crescente déficit em transações correntes. Não são de menor importância as questões relativas à evolução de variáveis econômicas domésticas como o ciclo de preço de ativos, em particular o imobiliário, e o endividamento das famílias, todas intimamente dependentes da evolução da taxa de juros interna. Já no caso chinês, o principal desafio da política econômica é o da desaceleração da taxa de crescimento, hoje num patamar insustentável de 10% ao ano. Há um certo consenso internacional quanto à impossibilidade de a China manter esse ritmo de crescimento acelerado nos próximos anos, pois o ciclo recente engendrou excesso de capacidade em vários setores, *boom* imobiliário de caráter especulativo, e descompasso com a ampliação da infra-estrutura (em particular em energia) e da oferta de matérias-primas (ver SEÇÃO I).

As transformações da economia global e a origem dos desequilíbrios

A curta e moderada recessão americana de 2001 foi eficazmente contornada pela imediata resposta da política monetária e por uma impressionante reversão do balanço fiscal, que transitou de um superávit de 1,1% para um déficit de 4,5% do PIB.¹ No entanto, o déficit em transações correntes sofreu apenas uma ligeira

¹ Cabe assinalar que políticas anti-cíclicas de grande envergadura têm sido a marca da política macroeconômica nos países avançados, fundadas em políticas monetárias de juros baixos e déficits fiscais apoiados em gastos que vão além dos tradicionais estabilizadores automáticos.

queda entre 2000 e 2001 (de 4,5% para 3,5% do PIB) para depois retomar a escalada ascendente em direção à marca dos 5,5%.

Desde então, reapareceram as vozes que proclamam a necessidade de um ajuste dos déficits gêmeos, evocando o clima dos anos 80, contaminado pelo receio do *hard landing* do dólar. Os defensores do ajustamento dos dois déficits acenam, outra vez, com os riscos de um colapso da moeda americana, com efeitos desastrosos sobre a taxa de juros, os mercados de ativos (sobretudo, neste momento o superaquecido mercado imobiliário) e o crescimento da economia global. Mas, na atual conjuntura, diferentemente do que ocorreu no início dos anos oitenta – quando havia uma quase unanimidade em torno das conseqüências dos déficits gêmeos – já surgem opiniões que discrepam dos “catastrofistas” do ajustamento.

Estas opiniões revelam uma compreensão mais profunda da origem, desenvolvimento e riscos dos chamados desequilíbrios macroeconômicos globais, sob a égide da hegemonia americana. Na verdade, desde o imediato pós-guerra, a regeneração do comércio internacional foi conduzida pela expansão da grande empresa, sob a liderança americana. Numa primeira etapa, a rearticulação proposta pela hegemonia americana, pautada nas regras de Bretton Woods, permitiu a reconstrução dos sistemas industriais da Europa e do Japão, a industrialização de muitos países da periferia, impulsionada pelo investimento produtivo direto e o desenvolvimento de economias nacionais autônomas, apoiadas nas políticas de seus respectivos Estados Nacionais.

As condições internacionais mudaram significativamente depois das decisões cruciais dos anos 70, ou seja, a inconversibilidade do dólar em 1971, a adoção do regime de flutuação cambial em 1973 e a elevação da taxa de juros americana

em 1979. No último quarto do século XX e começo do XXI três movimentos centrais e interdependentes promoveram profundas transformações na economia global: a liberalização financeira e cambial; a mudança nos padrões de concorrência; a alteração das regras institucionais do comércio e do investimento – todos conducentes ao reforço do poderio econômico americano.

Como já foi dito em outras edições deste Boletim, do ponto de vista espacial, a Ásia converteu-se num dos principais *loci* do investimento direto e da difusão acelerada do progresso técnico levados a cabo pelo deslocamento da empresa transnacional desde os anos 80. De acordo com Tavares & Belluzzo (2004),² “no início da década, a política econômica de Reagan – com seu dólar supervalorizado, enormes déficits orçamentários e nas contas de comércio – foi fonte de dinamismo para os países da Ásia, em particular para o Japão, Coréia e Taiwan. Esse foi o período dos grandes superávits comerciais japoneses, taiwaneses e coreanos. Quando, porém, em meados dos 80, os Estados Unidos resolveram reverter a brutal valorização do dólar, que já havia causado danos quase irreparáveis à sua indústria, foi dado um sinal claro de que pelo menos esta parte da festa estava prestes a acabar. Yoichi Funabashi em seu livro *Managing the Dollar: From the Plaza to the Louvre* afirma que o acordo do Plaza foi uma resposta às pressões protecionistas já disseminadas no Congresso americano. Os japoneses foram obrigados a engolir a valorização do yen, o que, por um lado, afetou suas exportações para a área de predominância da moeda americana e, por outro, causou sérios prejuízos para os bancos, corretoras e seguradoras que carregavam em suas carteiras ativos em dólar”. A famosa “endaka”

² Tavares & Belluzzo. A mundialização do capital e a expansão do poder americano. In: Fiori, J. L. *Poder americano*. Petrópolis: Vozes, 2004.

dará impulso ao movimento de “deslocalização” da indústria japonesa para os países da região, apoiado na capacidade de financiamento de seus bancos, que tentavam compensar as perdas incorridas nos ativos denominados em dólar”.

A China, e seu já desvalorizado yuan iriam completar a primeira década de crescimento acelerado. Este novo e gigantesco protagonista do “milagre asiático” vinha executando seus programas de reforma econômica com grande eficácia. Estas reformas buscavam a combinação entre uma agressiva estratégia exportadora, a atração de investimentos diretos estrangeiros nas zonas liberadas e a forte intervenção do Estado. A ação estatal concentrou-se no estímulo à agricultura familiar, em maciços investimentos em infra-estrutura e na utilização das empresas públicas como “âncora” para a constituição de grandes conglomerados industriais. Tudo isso foi acompanhado de uma cuidadosa transição do sistema de preços da antiga economia de comando para a “nova” economia de mercado.

As praças financeiras “internacionalizadas” de Hong Kong e Singapura integraram-se rapidamente ao complexo “asiático” em formação, através dos bancos locais e estrangeiros aí sediados. Estes fluxos cruzados de investimento direto, de expansão do crédito e, mais tarde, de aplicações de portfólio, estimularam o crescimento muito rápido do comércio entre os países da região, sobretudo mediante as transações intra-firmas. Desde o final dos anos 80, o comércio entre os países da área iria se expandir a taxas impressionantemente altas (ver SEÇÃO I).

O exuberante ciclo de expansão americano dos anos 90 – outra vez escoltado por gigantescos déficits em transações correntes – vai reforçar não só o papel de grande investidor, mas também de demandante e devedor de última instância dos Estados Unidos. A China, cuja “competitividade”

é crescente, tanto nos mercados menos qualificados, quanto, em ritmo acelerado, nos de tecnologia mais sofisticada, torna-se o maior receptor do investimento direto americano e, ao mesmo tempo, ganha participação crescente no mercado dos Estados Unidos. Sobretudo depois da desvalorização de 1994, o *drive* exportador chinês vai deslocando a participação de seus parceiros asiáticos em terceiros mercados, ao mesmo tempo em que estimula as importações de peças e componentes dos países da região. Simultaneamente, os chineses sustentam a continuada elevação da taxa de acumulação de capital e a rápida incorporação de novas tecnologias mediante o estímulo às *joint-ventures* com empresas coreanas, japonesas e de Taiwan.

Este movimento de transnacionalização do espaço asiático, particularmente da China, é, ao mesmo tempo, uma mudança de escala no processo de deslocalização da estrutura manufatureira americana para o resto do mundo. Este fenômeno pode ser observado de vários ângulos. Primeiro, o mais singelo, revela uma aceleração da queda da participação da indústria manufatureira no PIB e no emprego, muito mais intensa do que seria justificado pelos ganhos de produtividade. Segundo, os trabalhos recentes³ que buscam estimar a participação de insumos e componentes importados no total de *inputs* consumido anualmente pela indústria manufatureira mostram que, entre 1987 e 2002, esta participação subiu de 12,4% para 22,1%. Os ramos mais afetados – acima da média da indústria – são os de produtos eletrônicos e de informática, vestuário e artigos de couro, veículos motorizados, trailers e partes, equipamento elétrico e componentes. São os mesmos setores em que foi maior a destruição de postos de trabalho. A isto se junta o rápido crescimento das

³ Burke; Epstein & Choi. *Rising foreign outsourcing and employment losses in US manufacturing*. University of Massachusetts Amherst, 2004. (Peri Working Papers).

importações de bens finais de consumo e de capital, não só da Ásia como também da Europa, igualmente superavitária em suas relações comerciais com os Estados Unidos.

As relações de interdependência entre as economias asiáticas e delas com os Estados Unidos suscitam questões que tornam muito arriscadas respostas simples. Os otimistas sustentam que a ampliação do déficit americano em conta corrente pode continuar por mais uma década, escorado na disposição dos chineses de incorporar mais 200 milhões de trabalhadores nas indústrias voltadas para a exportação. Até completar o ciclo, os chineses estarão dispostos a defender o yuan desvalorizado e, portanto, a acumular reservas e adquirir títulos do Tesouro americano. Isto significa evitar quaisquer alterações nas taxas de câmbio relativas nas relações intra-asiáticas, e particularmente mudanças no valor do yuan em relação ao dólar.⁴

Os pessimistas advertem para a não sustentabilidade do aquecimento da economia chinesa, determinado pela excessiva expansão do crédito ao setor privado. Impulsionado pela ampliação das reservas em moeda forte, o crescimento dos empréstimos não só vem realimentando a especulação imobiliária e os investimentos mal concebidos, como provoca o aumento dos créditos *non performing* na carteira dos bancos. Para os pessimistas, a recente elevação da taxa de juros é apenas a primeira de uma série que fatalmente levará a uma desaceleração mais forte do crescimento e a uma revalorização do yuan.

⁴ Ver a propósito, Dooley, M. P.; Folkerts-Landau, D. & Garber, P. *An essay on the revived Bretton Woods system*. 2003. (NBER Working Paper Series 9971). Dooley, M. P.; Folkerts-Landau, D. & Garber, P. *The revived Bretton Woods system: the effects of periphery intervention and reserve management on interest rates and exchange rates in center economies*. 2003. (NBER Working Paper Series 10332).

As duas posições são problemáticas. É possível imaginar – tal com pretendem os otimistas – um cenário de estabilidade nas condições de financiamento do déficit americano em conta corrente, dada a natureza das inter-relações comerciais e financeiras que “solidarizam” a economia americana com os parceiros asiáticos. A consolidação do papel do dólar como moeda de reserva é o fenômeno crucial da segunda metade do século XX. A soberania monetária americana garantiu a expansão da grande empresa – com efeitos sobre a distribuição espacial da indústria manufatureira e mais recentemente dos serviços – e permitiu a adoção das políticas de crédito e de gasto público que sustentam taxas elevadas de crescimento da demanda nominal e, a cada ciclo de expansão, provocam a elevação do déficit em conta corrente, gerando demanda para o resto do mundo. De outra parte, as estratégias mercantilistas dos países asiáticos, concebidas para a geração de superávits comerciais e acumulação de reservas, implicam necessariamente demanda de ativos denominados em dólar.

A tese dos otimistas não descarta a possibilidade de os principais obstáculos ao crescimento da economia americana e mundial advirem da ampliação dos desequilíbrios internos dessa economia. A principal ameaça viria da elevação da inflação e da conseqüente necessidade de reverter a política monetária expansionista. A elevação da taxa de juros atingiria o mecanismo essencial que tem permitido a economia americana se expandir, sobretudo no ciclo pós 2001. Os ingredientes principais são, de um lado, a valorização de ativos (ações, imóveis...) que aumenta (ficticiamente?) a riqueza das famílias e, de outro, o endividamento e os gastos em consumo dessas mesmas famílias (ver SEÇÃO I).

A ampliação dos gastos em consumo com base no aumento das dívidas e lastreada, em

última instância, na elevação do patrimônio líquido das famílias, sustentado na propriedade de ativos mobiliários e imobiliários, é o que tem conferido dinamismo ao consumo, principal item da demanda agregada na economia americana, tanto em participação quanto em crescimento. Ressalte-se o dinamismo desse último apesar do recente ciclo de crescimento ter-se caracterizado pela fraca recuperação do emprego e da renda disponível (ver SEÇÃO I).

Uma avaliação equilibrada do ciclo recente de crescimento global aponta o acúmulo de desequilíbrios a demandar soluções. Mesmo excluindo a possibilidade de ajustes radicais como o *hard landing* do dólar ou da economia chinesa, tem-se por certo que a trajetória de ambas as economias não é sustentável. Ajustamentos nas taxas de câmbio e juros das economias centrais, resultante do redirecionamento dos fluxos globais de capitais, não são descartáveis. Da mesma forma não é improvável uma desaceleração substantiva na taxa de crescimento chinesa. Ambos os ajustes sublinham um quadro de dinamismo, via comércio ou liquidez, inferior ao que vigorou nos últimos três anos.

Uma avaliação do ciclo de crescimento recente (2001-2004) da perspectiva dos emergentes revela um importante diferencial de crescimento entre eles e os desenvolvidos: os emergentes passam a deter uma parcela crescente do comércio e fluxos de capitais. A rigor, ocorre um movimento de “desconcentração concentrada” do PIB mundial, beneficiando sobretudo a China e a assim chamada Ásia em desenvolvimento. Podem-se discernir atualmente, do ponto de comércio e investimento, três elos distintos na cadeia de crescimento: o primeiro e mais relevante articula os EUA e a China; o segundo é a chamada articulação asiática, na qual os emergentes ou desenvolvidos da Ásia vinculam-se à China; por fim, o terceiro elo constitui-se na ligação entre os

países emergentes fornecedores de *commodities* e a economia asiática como um todo (ver SEÇÃO I).

O dinamismo diferenciado dos países emergentes reflete os padrões distintos de articulação na economia global conhecidos como *trade account* e *capital account*. No primeiro destaca-se a articulação via comércio e investimento direto e, no segundo, a ligação através dos fluxos de capitais. Os países classificados no primeiro bloco, constituídos por aqueles pertencentes à Ásia em desenvolvimento (China, Índia e Asean-4), mostram um dinamismo superior – medido pelo crescimento do PIB – àquele da América Latina (Brasil, México Argentina), no período 2001-2003, apesar da melhoria da performance desses últimos em 2004 (ver SEÇÃO I).

Os dados sobre evolução do setor externo também assinalam o dinamismo diferenciado, tanto em termos de comércio quanto de fluxos de capitais, apesar do espraiamento dos efeitos do crescimento do comércio mundial em direção aos *capital account*, em particular Brasil e Argentina. Se, do ponto de vista do comércio os benefícios do crescimento são mais disseminados, o mesmo não se pode afirmar quanto aos fluxos de capitais. Observa-se nesse aspecto a permanência de uma situação deteriorada na América Latina, região na qual os fluxos de capitais de origem oficial (compensatórios) foram os mais importantes entre 2001 e 2003, contrastando com a Ásia, onde os fluxos privados se recuperaram rapidamente, após 2001, com grande destaque para o IDE (ver SEÇÃO I).

As diferenças na inserção calcadas na assimetria de comportamento da conta de comércio e de capitais, associada às estratégias de política econômica locais, reforçam a idéia da diferenciação entre os dois padrões. No caso dos *trade account* o recente ciclo de liquidez e crescimento do comércio foi aproveitado para

reforçar a posição em reservas e manter estável a taxa de câmbio como forma de preservar a competitividade das exportações e assegurar autonomia à política econômica doméstica. Já nos *capital account* a acumulação de reservas foi de muito menor monta e fez-se acompanhar de uma valorização das moedas dos respectivos países (ver SEÇÃO I).

No desdobramento da atual conjuntura internacional e seus impactos sobre a economia brasileira é possível imaginar cenários alternativos, determinados pela trajetória das economias americana e chinesa. Conforme assinalado acima, convém descartar os cenários extremos de *hard landing*, seja do dólar seja da economia chinesa. Ou seja, não é razoável imaginar que as dificuldades de financiamento do déficit em transações correntes americano produzam uma mudança radical nas paridades entre as moedas e, mais que isso, termine por deslocar o dólar da condição de moeda reserva. Também não parece crível que a economia chinesa enfrente um processo recessivo. É provável todavia que nos defrontemos com restrições ainda maiores na conta de capitais e com uma deterioração da conta de transações correntes. No primeiro caso, a piora decorreria da subida progressiva da taxa de juros de curto prazo na economia americana em magnitude suficiente para afetar as taxas longas e os riscos de país. No segundo, da desaceleração do crescimento da economia chinesa e dos seus impactos no crescimento global e no comércio internacional.

2 As conseqüências da política macroeconômica

A política macroeconômica tem sido guiada por objetivos inequívocos traduzidos na manutenção de taxas de inflação muito baixas e na tentativa de reduzir a dívida pública através de superávits primários crescentes. Todos os demais objetivos e resultados estão subordinados a essas

duas metas consideradas condição essencial para a operação das forças de mercado e para a boa alocação de recursos.

Não seria exagero atribuir a esta política macroeconômica uma contribuição negativa ao ciclo recente de crescimento. Este último ocorreu a partir do forte impulso externo capaz de superar o caráter restritivo da primeira. Diante de uma forte ampliação da liquidez e do comércio internacionais em 2003, a opção inicialmente escolhida foi a de alargar os ganhos imediatos através da apreciação da moeda nacional, com implicações na velocidade de queda da inflação e ganhos patrimoniais na dívida pública. Sacrificouse, assim, o aumento substantivo das reservas internacionais e uma maior competitividade das exportações de manufaturados. Essa postura foi relaxada temporariamente em alguns momentos, como no segundo semestre de 2003, ante a continuidade do ciclo de liquidez e da ampliação do saldo em transações correntes, permitindo o acúmulo de reservas durante o período. Contudo essa inversão foi episódica, prevalecendo a ótica de privilegiar o desempenho da inflação ou da dívida pública, estratégia bastante explícita após setembro de 2004.

Os benefícios de uma posição de liquidez mais robusta não seriam desprezíveis, implicando maior resistência às flutuações dos mercados financeiros internacionais e a seus intermitentes fechamentos para países de maior risco como o Brasil e traduzindo-se numa taxa de câmbio menos volátil ou, pelo menos, menos infensa a apreciações. A competitividade das exportações com base em taxa de câmbio mais estável e mais desvalorizada parece discutível à luz do seu excepcional desempenho. Todavia, não se deve subestimar sua importância como instrumento de mudança da pauta na direção de bens de maior conteúdo tecnológico, menos suscetíveis às marcadas variações cíclicas, de preços e

quantidades, próprias das *commodities* das quais dependemos em excesso. Isto para não falar do seu papel na decisão de investimento, em particular no segmento produtor de bens comercializáveis (ver SEÇÃO II).

Há argumentos em favor das opções de política econômica realizadas pelo Governo que residem na esfera da construção da credibilidade (*confidence building*). Eles se assentam, sobretudo, na hipótese da permanência do cenário externo favorável e, por isso, mesmo na inutilidade do sacrifício do acúmulo adicional de reservas ou de taxas de câmbio desvalorizadas. Afinal, bastaria praticar políticas econômicas ortodoxas para ganhar confiança dos mercados e, com isso, acessá-los em condições cada vez melhores. Ademais, com a expansão do comércio internacional assegurando elevadas taxas de crescimento das exportações, a valorização cambial permite reduzir a inflação e a dívida pública, reforçando a credibilidade do país.

Da perspectiva da dívida pública e da inflação, o canal de transmissão do choque externo benigno se deu através de episódios sucessivos de apreciação da moeda nacional. No caso da dívida pública, durante 2003 a apreciação da moeda possibilitou importantes ganhos patrimoniais, capazes de anular a altíssima carga de juros e permitir uma estabilização da dívida. Em 2004, a preservação da política de superávits primários elevados ajudou a redução da dívida, ante uma carga de juros declinante. A inversão da trajetória de queda da taxa de juros após setembro de 2004 torna incerto o comportamento da dívida ou pelo menos dificulta o prosseguimento de sua redução (ver SEÇÃO IV).

A continuidade dessa política fiscal suscita várias indagações: em que medida a melhora do perfil dessa dívida tornou-a menos vulnerável aos choques de câmbio e juros? Qual o preço a pagar

em termos de contração da demanda agregada e de concentração da renda, da política de gerar superávits primários elevados? Em resposta à primeira pergunta vemos que a melhora do perfil da dívida foi apenas formal, pois se trocou dívida indexada ao câmbio por dívida indexada à taxa de juros de curto prazo. Assim, qualquer elevação dos juros por razões internas ou externas terá impacto significativo na trajetória da dívida pública. Não está descartado também um eventual retorno à participação mais elevada da dívida indexada ao câmbio como resposta a um ataque especulativo. A rigor isto ficou ainda mais plausível, pois o perfil da dívida encurtou-se. Quanto aos impactos na demanda agregada, ao longo dos últimos dois anos a política fiscal foi contracionista numa escala jamais observada na história recente. A meta de reduzir a dívida como proporção do PIB tem se traduzido no objetivo de obter um orçamento nominal equilibrado e tem exigido superávits primários crescentes apesar de uma carga de juros declinante. (ver SEÇÃO IV)

Não há dúvida quanto ao papel central representado pela apreciação cambial em vários momentos após 2003, para reduzir a taxa de inflação. Essa foi sem dúvida uma estratégia claríssima de política econômica que se impôs ante a alternativa de manter a moeda mais desvalorizada e recompor reservas em montante expressivo. Quanto à trajetória da inflação, dois aspectos merecem destaque. A aceleração teve como determinante o choque de oferta representado pela desvalorização cambial e pelo elevado *pass-trough*. No período de declínio, os preços indexados foram importantes elementos de retardamento da queda da taxa de inflação. Por sua vez, os diversos setores produtores de bens e serviços responderam à política de elevação de juros e contração da demanda agregada de forma heterogênea, em função das estruturas de mercado. Ante a recuperação da demanda agregada a resposta dos setores é também variada,

havendo espaço para a tentativa de recuperação de margens por aqueles que ficaram para trás na fase de contração. Ou seja, choques de oferta, elevada indexação e estruturas de mercado diversas, muitas delas concentradas, impõem importantes movimentos de preços relativos que implicam taxas de inflação mais elevadas numa economia com as características da brasileira, sem provocar necessariamente a alta continuada do nível de preços (ver SEÇÃO III).

A operacionalização do regime de metas de inflação no Brasil parece ter desconsiderado os aspectos assinalados acima, que demandariam necessariamente maior flexibilidade. Esta deveria se traduzir num maior espaço para acomodar os choques de oferta e seus mecanismos de propagação, que implicam taxas de inflação mais altas, sobretudo em determinados momentos. As alternativas seriam a utilização de uma medida de núcleo como meta, a dilatação do prazo no qual esta deveria ser cumprida ou ainda o estabelecimento de metas mais altas (ou com bandas maiores quando se optasse pelo índice cheio). A inflexibilidade do regime brasileiro ante as características da formação de preços tem implicado uso abusivo da taxa de juros e sacrifício do crescimento do produto e do emprego para lograr as metas (ver SEÇÃO III).

3 A política de desenvolvimento

A política de desenvolvimento de inspiração liberal, as chamadas reformas microeconômicas, enfatizam, sobretudo, a criação de um ambiente jurídico seguro para a realização dos investimentos. Ou seja, o risco do investimento é entendido como risco jurisdicional, em particular (mas não exclusivamente) nos setores sujeitos a maior regulação estatal. Daí a ênfase no Estado regulador através das Agências, das PPPs, da Lei de Falências e da independência do BC. A pergunta central, nesse caso, é até que

ponto a política de regulação é suficiente para viabilizar os investimentos, sobretudo os de maior porte e prazo de maturação (como os da infraestrutura ou da indústria pesada) ou ainda aqueles de maior risco (como os de alto conteúdo de inovação tecnológica).⁵

Para discutir esse tema é necessário qualificar o crescimento econômico recente, destacando o seu patamar inicial muito baixo, a liderança das exportações líquidas e a desaceleração já observada em meados de 2004. Duas questões centrais emergem sobre a continuidade do crescimento: a possibilidade de ampliação do investimento e a capacidade de sua generalização para os segmentos produtores de bens de salário (*wage goods*). Há consenso sobre a necessidade de se ampliar o investimento para dar sustentação à incipiente retomada, sobretudo nos segmentos nos quais se observam níveis elevados de utilização da capacidade. Menos ênfase é dada a outro fator de grande relevância: o aumento do consumo das famílias. Tanto um quanto outro expressam a importância do mercado interno, cujo papel sobressai-se numa economia continental como a brasileira. Assim, para transitar para o crescimento sustentado é necessário substituir, na margem, as exportações líquidas pelo investimento e consumo domésticos como fontes de dinamismo (ver SEÇÃO V).

Começemos com o investimento. Um olhar sobre a sua evolução na última década revela aspectos peculiares na sua dinâmica. Para além do seu baixo patamar, evidencia-se com maior relevo a sua instabilidade. O padrão revelado pelos dados é o de ciclos de expansão com duração e variação cada vez menores, caracterizando, assim, a insustentabilidade. Por isso, a recente recuperação da economia brasileira tem ensejado

⁵ Uma questão de fundo que foge ao âmbito desse boletim mas que merece registro é a da incompatibilidade entre a melhoria do risco jurisdicional e a preservação de direitos sociais, muitos conquistados ao longo de décadas de lutas sociais.

um debate sobre a durabilidade dessa retomada, cujo requerimento seria a ampliação, em bases mais duradouras, do patamar de investimentos (SEÇÃO V).

Os obstáculos ao aumento do investimento decorrem da incerteza sobre a trajetória da economia, associada a fatores estruturais (vulnerabilidade externa e dívida pública) amplificados pelo manejo da política macroeconômica. Operando num quadro de instabilidade estrutural, a política macroeconômica, ao privilegiar a obtenção de taxas de inflação muito baixas e a redução da dívida pública, minimiza certos elementos de incerteza para recriá-los em outro plano.

A volatilidade da taxa de câmbio introduz uma série de inseguranças na decisão de investimento ao tornar incerto o cálculo de custos, receitas e rentabilidade. Para o conjunto das atividades exportadoras ela significa uma maior imprevisibilidade das receitas. Nos segmentos que possuem alta competitividade, como o agronegócio, isto não representa maior dificuldade. Para a exportação de manufaturados, na qual a competição é mais acirrada e as margens menores, essa instabilidade implica maior risco e cautela na decisão de investir. No caso do investimento direto estrangeiro, essas flutuações afetam em simultâneo as receitas e o valor do investimento medido em moeda estrangeira, tornando-o mais arriscado.

Taxas de juros mantidas em patamares elevados constituem um poderoso desestímulo à ampliação do investimento. O aspecto principal a destacar é a noção de custo de oportunidade presente na taxa de juros. Em particular, no caso brasileiro oferecem-se taxas de juros elevadas, em títulos de alta liquidez e baixo risco que constituem uma alternativa ao investimento produtivo. Essa concepção se opõe

diametralmente àquela subjacente ao regime de metas de inflação, segundo a qual o investimento é determinado apenas por variáveis reais (ver SEÇÃO III). Ademais, o juro alto tem impacto significativo na demanda agregada, pois encarece o crédito ao consumo, aprecia a moeda e esteriliza gasto público. Desta maneira diminui os incentivos para investir.

Outro aspecto central da política macroeconômica diz respeito à tentativa de reduzir a dívida pública através da obtenção de elevados saldos primários e da eliminação do déficit operacional. Além do caráter contracionista dessa política, cabe assinalar na sua execução, do ponto de vista das despesas, um crescente sacrifício do investimento público, com o patamar no biênio 2003-2004 atingindo o menor valor desde 1984. Os efeitos desse encolhimento são visíveis na deterioração da infra-estrutura do país (ver SEÇÃO IV).

A ampliação da infra-estrutura constitui um dos principais requisitos para assegurar o crescimento sustentado. Dada a natureza do setor – elevado período de maturação e custos de implantação incertos, requisitos de capital e tempo de amortização dilatados, baixa densidade ou retorno econômico, riscos ambientais – dificilmente a ampliação dos investimentos será realizada sem uma decisiva participação do setor público, o que é contraditório com a atual magnitude do saldo primário.

Vejamos em mais detalhe alguns desses pontos. Como forma de suprir os recursos necessários ao investimento em infra-estrutura, o governo tem acenado com a solução das Parcerias Público-Privadas. O conceito-chave é o da utilização de recursos públicos para equalizar os retornos do capital privado em empreendimentos que não possuem a densidade econômica requerida ou cujos usuários não possuem

capacidade de pagamento pelo serviço oferecido. Uma primeira objeção a ser feita diz respeito ao patamar de rentabilidade exigido aos projetos, definido pela taxa de juros básica real da economia, de cerca de 10% ao ano. Esse patamar mínimo de retorno, dado pelas aplicações na dívida pública, torna não-competitiva a maior parcela dos projetos de infra-estrutura. Somem-se a isto os riscos inerentes aos projetos, a contrastar com a liquidez dos títulos públicos.

O mesmo tipo de raciocínio pode ser formulado para os setores que são objeto de regulação, os assim chamados monopólios naturais. Uma vez superado o patamar mínimo de rentabilidade, dado pelo custo de oportunidade refletido na taxa de juros básica, há que se comparar os riscos próprios do negócio com a liquidez da aplicação alternativa. Isto não significa uma limitação absoluta ao investimento privado nesse tipo de negócio, mas a sua limitação a projetos de alta rentabilidade, via de regra associados a atividades com grande sinergia, como, por exemplo, produção de energia elétrica e alumínio, escoamento de safra de grãos de regiões de alta produtividade e implantação de estradas. Ou seja, isto exclui grande parcela dos investimentos em infra-estrutura.

Uma dimensão importante do assim chamado risco jurisdicional diz respeito aos riscos corridos pelos bancos nas suas operações de financiamento. Argumenta-se que a insegurança jurídica presente na atual Lei de falências é o principal obstáculo à ampliação do crédito e à redução dos *spreads*. O argumento não parece sustentável à luz da possibilidade da constituição de ativos bancários lastreados em títulos de alta rentabilidade e liquidez. Ou seja, os empréstimos ao setor privado têm uma carteira de títulos públicos com esse perfil como custo de oportunidade. Além disso, a instabilidade macroeconômica também cria um clima de

incerteza maior, tornando mais arriscados os empréstimos e induzindo os bancos a racionarem o crédito, nesse caso com *spreads* elevados.

Para assegurar a continuidade do crescimento, em particular a retomada do investimento seria necessário contrapor ao estado regulador, o estado desenvolvimentista. Sua missão central seria viabilizar a elevação da taxa de investimento, mas não necessária nem prioritariamente através da minimização do risco jurisdicional. Seu papel crucial estaria na criação de mecanismos de coordenação e apoio que permitissem ao investimento privado uma menor insegurança quanto à trajetória de longo prazo da economia. A superação deste constrangimento adicional constitui-se em mais um desafio à superação da insustentável leveza do crescimento.