

INTRODUÇÃO

A supremacia dos mercados e a política econômica do governo Lula

Ricardo Carneiro

A avaliação da política econômica posta em prática no governo Lula requer a explicitação de alguns pressupostos subjacentes à esta apreciação. Desde logo, é preciso alertar que a dinâmica da economia brasileira não pode ser compreendida apenas como o resultado da interação entre as políticas econômicas. Mesmo considerando-as nas suas várias dimensões – a macroeconômica e a de desenvolvimento – é necessário explicitar a sua articulação com as variáveis estruturais, produtivas e financeiras, tomando-as como pano de fundo e condicionante.

Esclarecida essas premissas cabe avançar na definição dos vários planos a serem considerados. O primeiro é estrutural, e refere-se às transformações em curso no plano internacional, sintetizadas na globalização. Esta última se traduziu por uma crescente liberalização financeira e cambial, no plano doméstico e internacional, e por uma mudança nos padrões de concorrência intercapitalista da qual resultou uma ampliação dos fluxos de comércio e Investimento Direto Estrangeiro. É preciso distinguir nesses movimentos, aquele de corte mais permanente, atinente ao aprofundamento da globalização, de outros, de natureza conjuntural, tais como os sucessivos ciclos de liquidez e crescimento. Em resumo, o pano de fundo se constitui das transformações estruturais em âmbito internacional, a liberalização financeira e a modificação do padrão de concorrência que datam do início dos anos 1980. Ainda no plano internacional serão considerados os vários ciclos após 1990, cujo epicentro é a economia americana, com ênfase naquele ocorrido entre 2001 e 2005.

No âmbito das políticas, é necessário diferenciar as políticas macroeconômicas, cujo objetivo central tornou-se, crescentemente, a obtenção da estabilidade inflacionária, por meio da gestão cambial, monetária e fiscal, das políticas de desenvolvimento relativas aos formatos das relações Estado-Mercado e cujo eixo é a regulação ou desregulação ou, a maior ou menor participação do Estado na economia.

Desde o final dos anos 1970, nos países desenvolvidos, a política macroeconômica foi sendo progressivamente direcionada para a obtenção da estabilidade, tanto a da inflação como da dívida pública. Assim, sob a égide da ideologia liberal renunciou-se, no plano teórico, mas não necessariamente na prática, como mostra o perfil dessas políticas postas em prática nos países centrais após 2001, ao caráter anticíclico característico dessas políticas na era keynesiana. A preeminência de perseguir a estabilidade de preços e a solvência da dívida pública foi, em vários países, acompanhada pela perda de discricionariedade dessas políticas e a implementação da operação por regras. Esse padrão todavia, é mais observável em países periféricos comparativamente aos centrais.¹

¹ Uma discussão dos perfis de política macroeconômica após os anos 1980 está fartamente realizada nos documentos do *Bank of International Settlements*. Ver em particular para os países emergentes: BIS. *Fiscal issues and central banking in emerging economies*. Basle: Bank of International Settlements, 2003. (BIS Papers, n. 20); BIS. *Globalisation and monetary policy in emerging markets*. May 2005. (BIS Papers, n. 23); BIS. *Foreign exchange market intervention in emerging markets: motives, techniques and implications*. 2005. (BIS Papers, n. 24).

No âmbito das relações Estado-Mercado um marco essencial foram as privatizações para reduzir a participação direta do Estado na economia. Mas, houve também um movimento forte de desregulação dos fluxos financeiros, comerciais e produtivos, tanto domésticos como internacionais. Para a periferia do sistema capitalista esse movimento se traduz nas aberturas financeira e comercial, esta última acompanhada da desregulação do IDE.

É essencial compreender a seqüência histórica dessas políticas. Num primeiro momento, tratou-se de eliminar o aparato regulatório e intervencionista herdado da era keynesiana ou, no caso dos países periféricos, em particular, na América Latina e no Brasil, do período desenvolvimentista. Num segundo momento, as políticas foram aprofundadas a fim de valorizar ainda mais a estabilidade e promover reformas microeconômicas para criar um contexto mais apropriado ao funcionamento do mercado.

No plano da economia brasileira, quanto às relações Estado-Mercado, dois períodos merecerão referência: aquele do desmonte do nacional-desenvolvimentismo, compreendendo grosso modo, do início dos anos 1990 a 1998, destacando-se a etapa posterior de aprofundamento das reformas liberais. Para realizar a avaliação do período 2003-2005 é necessário ainda explicitar os eixos essenciais que guiaram a estratégia de desenvolvimento neoliberal. O conjunto de políticas postas em prática ao longo dos últimos quinze anos, tinha como objetivo primordial a integração da economia brasileira à economia globalizada. Essa integração, na América Latina e no Brasil, diferentemente de outras experiências históricas contemporâneas, em particular da periferia asiática, teve um peso decisivo do mercado.

Sob a inspiração do Consenso de Washington construiu-se um processo de integração, guiado por políticas *market friendly*, fundadas na consigna *get the prices right*, cujo objetivo essencial era integrar as estruturas produtivas e financeiras e, desse modo, fazer convergir em médio prazo a produtividade e as taxas de juros da economia brasileira para os padrões internacionais.² A integração se daria não somente pelos fluxos de mercadorias e capitais mas também pela propriedade de empresas e ativos em geral.

Os pressupostos para executar o projeto eram a obtenção da estabilidade inflacionária, como requisito para o cálculo de longo prazo e o desenvolvimento do sistema financeiro doméstico; a disciplina competitiva imposta aos produtores locais via abertura comercial; privatizações e entrada do IDE somadas a abertura da conta de capital e internacionalização do sistema financeiro como forma de atrair a poupança necessária à realização dos investimentos na indústria e infra-estrutura.

Não é demais reafirmar que o projeto teria uma dimensão essencial: a integração comandada pelo mercado e o redesenho do papel do Estado dando-lhe como prioridade a promoção da estabilidade e a facilitação do funcionamento dos mercados. Estavam pois excluídas as políticas de natureza discricionária tais como a regulação dos fluxos de capitais, direcionamento

² Uma avaliação de uma década de políticas liberais inspiradas no Consenso de Washington na América Latina, realizada por seus formuladores está em Kuczynski, Pedro-Pablo; Williamson, John. *After the Washington Consensus: restarting growth and reform in Latin America*. Washington, DC: IEE, 2003.

do IDE, escolha de setores industriais prioritários ou seja, aquelas políticas de natureza seletiva, relativa a setores, grupos ou processos.³

Quanto às políticas macroeconômicas a distinção relevante para a economia brasileira é aquela existente entre o período da âncora cambial, de 1994 a 1998, e o seguinte, após 1999, centrado na construção da âncora nominal interna. Desse ponto de vista, o período 2003-2005, referente ao governo Lula, não se diferencia, exceto por eventuais diferenças quanto à gestão, daquele relativo aos anos 1999-2002, pois essas políticas tiveram como fundamento, a combinação entre o regime de metas de inflação, câmbio flutuante e postura fiscal contracionista.

Esta Introdução constitui uma síntese dos vários aspectos tratados nas seções desse Boletim, relativos a avaliação dos efeitos das políticas econômicas sobre a performance da economia brasileira no período recente. Tal qual na seqüência de Seções do Boletim, ela considerará três planos distintos: o do contexto internacional, o da estabilidade e políticas macroeconômicas e, o do crescimento econômico e políticas de desenvolvimento.

1 O contexto internacional

No plano internacional, um dos aspectos mais relevantes produzido pelo processo de globalização diz respeito à nova geografia econômica ou aos seus novos elos dinâmicos. Partindo da centralidade da economia americana, o primeiro e principal elo é o que articula essa economia com a chinesa, por meio do comércio de manufaturados ou mais propriamente, da absorção de exportações chinesas pelos EUA. Subjacente a esse processo esteve o *outsourcing* ou a ampla migração das empresas americanas para a China com a concomitante ampliação do IDE em direção a esse país. Isto deu origem a obtenção de superávits comerciais recorrentes da China contra os EUA acarretando a acumulação de amplas reservas em dólares no banco central chinês (ver SEÇÃO I).

Segundo algumas interpretações, esse processo pode ser entendido como uma reedição do acordo de Bretton Woods no qual estão presentes vários de seus ingredientes.⁴ A incorporação de uma nova periferia, no caso a Ásia em desenvolvimento, e em particular, da China, é feita com a abertura dos mercados americanos e a geração de déficits comerciais, em simultâneo com a migração das empresas americanas para essa região. Tudo isso tendo como pressuposto taxas de câmbio fixas entre as moedas desses países e a americana. A diferença essencial, não assinalada pelos defensores dessa tese, é a existência de um déficit de balanço de pagamentos dos EUA que, ao contrário do arranjo do pós-guerra, não se deve à conta de capital, cujo resultado passa a

³ Uma avaliação do período de uma ótica crítica pode ser encontrada em Carneiro, R. *Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no último quarto do século XX*. São Paulo: Editora da Unesp, 2002. Para uma visão favorável ver Giambiagi, F.; Moreira, M. (Org.). *A economia brasileira nos anos 90*. Rio de Janeiro: BNDES, 2000.

⁴ Para a controvérsia sobre as semelhanças, divergências e alcance do arranjo denominado de Bretton Woods II ver Dooley, M. P.; Folkerts-Landau, D.; Garber, P. *As essay on the revived Bretton Woods system*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2003a. (NBER Working Paper Series, n. 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*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2003b. (NBER Working Paper Series, n. 10332) e Eichengreen, Barry. *Global imbalances and the lessons of Bretton Woods*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2004. (NBER Working Paper, n. 10497).

superavitário mas, associa-se a crescentes déficits em transações correntes, cujo efeito é a ampliação contínua do passivo externo líquido dessa economia.

O segundo elo refere-se à integração intra-asiática, em particular a daqueles países em desenvolvimento da região, acrescidos do Japão. O eixo dessa integração é a China, mediante um processo de *outsourcing* envolvendo a distribuição geográfica da produção de manufaturados entre os países e também montantes significativos de IDE originários do Japão para a economia chinesa. Parte do superávit obtido pela China com os EUA, é redistribuído nas relações deficitárias do primeiro país com os demais asiáticos (ver SEÇÃO II). Mas, há nesse caso, também uma grande solidariedade no sistema presente, por exemplo, na manutenção de taxas de câmbio relativamente estáveis entre si e com o dólar.⁵

Por fim, o terceiro elo refere-se àquele das relações entre o segundo elo com os países periféricos produtores de *commodities*, que passam a ter nos primeiros seus mercados mais dinâmicos. Nessa nova geografia estão ressaltadas aquelas conexões mais dinâmicas, responsáveis pela maior parcela do crescimento sob a nova ordem internacional. Isso, contudo, não exclui a relevância das demais articulações, em particular, aquelas de maior peso absoluto. É o caso, por exemplo, das relações comerciais e de IDE entre os EUA, a Eurolândia e o Japão cuja importância absoluta é superior à da articulação com a China mas cujo crescimento é bastante inferior. A mesma observação vale para os elos subseqüentes. No caso das *commodities*, os mercados dos países desenvolvidos continuam a ser maiores mas, sua taxa de crescimento é inferior à do elo asiático.

Para analisar a dinâmica cíclica do crescimento global é essencial compreender o comportamento da economia americana. Grande ênfase tem sido posta nas relações internacionais dessa economia e no seu crescimento desequilibrado, expresso em déficits comerciais recorrentes com o resto do mundo e, em maior escala com o elo asiático. Sem desprezar essa dimensão cabe alertar para outra, doméstica, e de maior relevância, atinente a nova forma de crescimento da economia americana e suas relações com os ciclos de preços de ativos (ver SEÇÃO I).

A importância da riqueza, na forma mobiliária ou imobiliária nos patrimônios das famílias e corporações americanas tem conferido um peso crescente às flutuações do valor desses ativos, o chamado efeito riqueza, nas decisões de gastos. Um aspecto essencial desse processo refere-se ao gasto de consumo associado às flutuações da riqueza das famílias. Este, tem assumido papel crescente na determinação da demanda efetiva. Isto se explica, também, pelo peso declinante do déficit público durante a era Clinton, revertido no Governo Bush, o crescente déficit comercial este último vinculado ao *outsourcing* da atividade produtiva americana, cujo efeito adicional, tem sido deslocar parte do investimento produtivo para fora dos EUA.

A centralidade dos gastos de consumo e o peso decrescente do investimento no ciclo de expansão recente, são aspectos peculiares do crescimento da economia americana após 2001 e, cuja

⁵ Para uma caracterização do papel do Japão na articulação do segundo elo, ver Medeiros, C. Globalização e inserção diferenciada da Ásia e da América Latina. In: Tavares, M. C.; Fiori, J. L. (Org.). *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Vozes, 1997 e Palma, G. Gansos voadores e patos vulneráveis: a diferença da liderança do Japão e dos Estados Unidos, no desenvolvimento do Sudeste Asiático e da América Latina. In: Fiori, J. L. (Org.). *O poder americano*. Petrópolis: Vozes, 2004.

explicação, só pode ser encontrada, na particular articulação internacional dessa economia, com a Ásia em desenvolvimento associada à sua hegemonia monetária (ver SEÇÃO I).

O ciclo de ativos mais recente, após 2001, tem tido como objeto o mercado imobiliário. A valorização substantiva dos imóveis descolada de qualquer valor fundamental como, por exemplo, o custo da construção ou o valor dos aluguéis, não tem deixado dúvida à caracterização de uma bolha imobiliária. Esta última tem efeitos no consumo, de diversas maneiras. Para famílias ricas, aquelas possuidoras de diversos imóveis, a valorização, acima da taxa de juros ou do custo do financiamento, amplia o patrimônio líquido, aumentando a riqueza e induzindo gasto maior em consumo. Mas há vários outros mecanismos de estímulo ao consumo classificados genericamente como *equity extraction*. A redução da taxa de juros, combinada com a valorização do imóvel, permite várias combinações, desde as mais agressivas como o refinanciamento do imóvel e a realização do ganho de capital decorrente da valorização; até o refinanciamento da dívida preexistente, a uma taxa de juros menor, e a redução do peso da carga de juros no orçamento familiar.

Há na dinâmica da bolha imobiliária dois parâmetros fundamentais típicos de qualquer ciclo de preços de ativos, e explicativos da sua intensidade. A valorização, fundada nas variações dos preços depende das expectativas mas também do ritmo de produção de novas unidades. Por sua vez, as taxas de juros de longo prazo são responsáveis pela definição dos custos dos financiamentos e, portanto, pela demanda que sustenta a elevação de preços ante uma oferta relativamente inelástica. Ao se indagar até onde pode ir a bolha imobiliária os vários parâmetros possuem igual importância mas sofrem grande influência daquele de caráter objetivo: a magnitude da taxa de juros de longo prazo utilizada como referência para as hipotecas imobiliárias.

O ciclo de ativos e, em particular, o mais recente, reveste-se de importância não somente por sua influência no consumo e na trajetória da economia mas também pelos constrangimentos introduzidos à operação da política monetária. A dinâmica desses ciclos de ativos, seus *booms e busts*, não pode ser desprezada pelas autoridades monetárias, tanto em razão dos já apontados efeitos sobre a atividade econômica como, sobretudo, pelas implicações na situação patrimonial dos agentes econômicos. Desse modo, a liberalização financeira introduziu uma nova variável, a ser considerada pela política monetária na sua operação, e cuja trajetória, pode se mostrar conflituosa com aquele que deveria ser a sua preocupação central; o comportamento dos preços de bens e serviços. Na discussão dos rumos da política monetária americana, na atual conjuntura, este é certamente um ingrediente a não ser esquecido.⁶

A consideração sobre a trajetória de crescimento da economia americana e suas possíveis inflexões tem necessariamente de tomar em conta o destino da bolha imobiliária. Uma mudança de expectativas quanto à valorização dos imóveis, ou a elevação das taxas de juros de longo prazo, capazes de desinflar a bolha, produzirá um efeito riqueza de grande intensidade sobretudo em razão da disseminação da propriedade imobiliária, muito superior a de ativos financeiros ou de ações. Na eventualidade dessa elevação há um grupo de famílias particularmente vulnerável à sua

⁶ Uma interessante reflexão sobre os objetivos contraditórios da política monetária ante o ciclo de preços ativos e de bens e serviços está em Borio, C.; English, W.; Filardo, A. *A tale of two perspectives: old or new challenges for monetary policy?* Basel: Bank of International Settlements, Feb. 2002. (BIS Working Papers, n. 127).

ocorrência, aquele cujas hipotecas foram contratadas a taxa de juros flutuantes e cuja participação no total alcança 25% (ver SEÇÃO II).

A outra questão essencial relativa a economia americana diz respeito à *seigniorage*, obtida em razão de deter a moeda reserva do sistema. A questão mais específica é o financiamento de recorrentes déficits em transações correntes sem maiores constrangimentos para a política macroeconômica doméstica. Esse privilégio só pode ser compreendido, à luz de uma convergência de interesses dos países pertencentes ao primeiro e segundo elos dinâmicos da articulação internacional, conforme se fez referência acima. Aos países asiáticos, cujo mecanismo central de crescimento é o *export led growth*, interessam os sucessivos déficits comerciais americanos, pois esses constituem seus mercados adicionais por excelência, permitindo o crescimento doméstico comandado pelo investimento. As vendas oriundas das empresas sediadas na Ásia, para a economia americana, em troca de pagamento ou promessa de pagamento em dólar constituem, assim, um financiamento automático do déficit comercial americano.

Outra questão é a acumulação de haveres denominados em dólar, por agentes públicos, os bancos centrais dos países asiáticos em desenvolvimento, ou por agentes privados. No primeiro caso ressalta o crescente volume de reservas denominadas em dólar possuídas por esses bancos centrais e que via de regra, para maioria dos países dessa região, constitui a contrapartida da administração da taxa de câmbio e da manutenção de seus valores mais ou menos constantes (ver SEÇÃO III). Para realizar esse objetivo, operam duplamente: no plano doméstico, adquirem as divisas geradas pelas empresas, sustentando a taxa de câmbio do dólar com as suas moedas. No âmbito internacional, trocam os dólares adquiridos das empresas por títulos de prazo mais longo emitidos pelos agentes econômicos americanos, em especial o Tesouro, contribuindo decisivamente para a manutenção das taxas de juros de longo prazo estáveis e para a sustentação do valor do dólar ante as demais moedas relevantes.

Embora este se constitua num arranjo sólido, que permite tanto o financiamento recorrente dos déficits correntes americanos, como a preservação das taxas de juros de longo prazo dessa economia, é essencial assinalar algumas contradições. Desde logo, aquelas existentes no plano doméstico. Nos EUA, a migração de empresas para a Ásia cria um sério problema quanto ao crescimento do emprego, dando origem a um baixo dinamismo desse último, caracterizado na literatura sobre trajetória recente da economia americana, como a recuperação *jobless*, apenas mitigado recentemente. Por sua vez, no âmbito internacional, cabe salientar a existência de interesses distintos dos asiáticos. Os detentores de haveres financeiros privados estão preocupados com a rentabilidade dos seus ativos e são ainda hoje, os principais possuidores do estoque de títulos americanos. Eventuais realocações de seus portfólios podem alterar as taxas de juros de longo prazo a despeito do papel estabilizador dos bancos centrais asiáticos.

É necessário salientar que a solução para os desequilíbrios oriundos do arranjo acima não comporta soluções convencionais, como aquelas da redistribuição da demanda nominal dos EUA, para o Japão e a Eurolândia, e das mudanças nas taxas de câmbio. Isto suporia a realização de políticas expansivas nessas regiões, com ampliação dos déficits fiscais, redução das taxas de juros e valorização das taxas de câmbio para substituir a demanda externa pela doméstica como principal motor do crescimento. Tal tarefa demandaria um grau de coordenação internacional, hoje

inexistente, o que torna a opção de difícil execução. Provavelmente, num clima de ampla mobilidade de capitais como o vigente entre esses países, os mercados terminariam por impor um veto a esse novo arranjo caso ele fosse implementado a partir de políticas nacionais isoladas (ver SEÇÃO I).

Uma questão ainda mais complexa diz respeito à mudança da paridade das moedas americanas com as asiáticas, em particular com o yuan ao qual as demais estão referenciadas. Essa parece ser uma questão controversa, pelo menos para os grandes interesses americanos e os países asiáticos em desenvolvimento. Tome-se por exemplo os bancos centrais asiáticos, com amplas posições líquidas em dólares, contrapartida do processo de esterilização, destinado a manter a estável a taxa de câmbio. Uma revalorização do yuan e das demais moedas a ele articuladas, traria sérios desequilíbrios patrimoniais para esses bancos centrais. Ademais há que considerar também nesse caso, a posição das empresas americanas que investiram na China. A revalorização do yuan reduzirá a competitividade de suas exportações e os lucros, medidos em dólares. Talvez seja esse de fato o maior obstáculo à revalorização da moeda chinesa.

É duvidoso que a valorização do yuan tivesse a capacidade de reduzir, expressivamente, o déficit comercial americano, melhorando a situação do emprego nos EUA. Isto pelo já referido *outsourcing* das atividades produtivas. Mas, certamente, uma das áreas nas quais a apreciação do yuan teria impacto expressivo seria na taxa de inflação americana. Há suficientes indicações a demonstrar que nos últimos anos os aumentos de custos primários na Ásia, sejam aqueles relativos aos salários, sejam aos preços das matérias-primas, foram absorvidos pelos ganhos de produtividade, expressivos no setor de componentes eletrônicos, e mais recentemente pela compressão das margens de lucro das empresas. A valorização seria uma pressão adicional, num momento de choque de preços de matérias primas, arrefecimento do aumento da produtividade, e margens de lucro já comprimidas.

A partir da economia americana, e da sua centralidade, a questão estrutural relevante é a da manutenção do arranjo internacional e doméstico e de como se condicionam mutuamente. Mas há também uma questão mais imediata, relativa à sustentação do ciclo de liquidez e produtivo, originário da postura da política monetária americana combinada à preservação do ritmo de crescimento acelerado da China observável desde 2001. A permanência do ritmo no ciclo atual tem dois supostos: a manutenção da taxa de juros americana de longo prazo nos patamares vigentes até o final de 2005, ou, no máximo o seu aumento moderado, pois aí localiza-se o epicentro da expansão da liquidez em escala global e, a persistência do crescimento da economia chinesa no padrão e patamar pós 2001, dada a sua influência na trajetória do comércio internacional e no subconjunto relativos às *commodities*.

Da perspectiva dos países da periferia, sejam aqueles cuja integração ocorreu prioritariamente via comércio e IDE (os *trade accounts*) sejam aqueles nos quais esta ocorreu preferencialmente via fluxos de capitais (os *capital accounts*), os primeiros pertencentes ao segundo elo dinâmico da economia internacional, e os outros, ao terceiro elo, a questão é saber em que medida o ciclo recente, pelas suas características, foi capaz de alterar a natureza da articulação com a economia global, borrando a distinção.

A tipologia acima sugerida por Dooley; Folkerts-Landau; Garber (2003a e 2003b) padece de certas fragilidades mas aponta aspectos relevantes. Os países asiáticos foram capazes de se integrar na economia globalizada por meio do *export led growth*, no qual se combinavam altos volumes de IDE, para aqueles pertencentes ao denominado *second tier*, rápido crescimento das exportações e significativos superávits em transações correntes. Nesse contexto, a relativa estabilidade da taxa de câmbio desempenhou um papel crucial. Já os países da América Latina tiveram no IDE de natureza patrimonial, fraco desempenho das exportações e déficits em transações correntes financiados por capitais de curto prazo uma característica essencial. A apreciação da taxa de câmbio e, em vários momentos, a sua flutuação exacerbada, constituiu outro de seus ingredientes.

Para responder se as distintas formas de integração foram superadas, é necessário considerar que os países do segundo elo, integrados via comércio de manufaturados e IDE são menos sensíveis aos ciclos financeiros e de comércio em razão tanto da pauta de exportações e do tamanho dos superávits em transações corrente como da composição dos fluxos de capitais e da magnitude das reservas. As exportações são dirigidas a mercados de maior elasticidade renda da demanda e sujeitos a forte concorrência em preços, os fluxos de capitais possuem caráter mais estável pois constituídos prioritariamente de IDE, ou de capitais oriundos de investidores com perspectiva de mais longo prazo, em razão da melhor classificação de risco dos países de destino. É importante assinalar que no ciclo recente há uma ampliação dos fluxos de capitais de curto prazo em direção a esses países cujo objetivo é a de realização de ganhos especulativos com a apreciação das taxas de câmbio locais. Isto todavia não é suficiente para caracterizar uma modificação essencial nas formas de integração desses países (ver SEÇÃO III).

A periferia do terceiro elo demonstra maior sensibilidade aos ciclos comerciais e financeiros. A composição do comércio, concentrada em *commodities*, bens de menor elasticidade renda da demanda e com preços por ela determinados face relativa rigidez da oferta, faz com que o desempenho do comércio exterior desses países possua um perfil cíclico mais acentuado. Outrossim, como a maioria desses países possui má classificação de risco os fluxos de capitais que a eles se destinam possuem padrão mais volátil. Tem sido comum, a divulgação da tese de que o ciclo recente de liquidez e comércio alterou de forma profunda a articulação desses países na economia globalizada, melhorando decisivamente a sua qualidade.

Para os otimistas,⁷ as transformações recentes no perfil do comércio internacional, resultante sobretudo, da ampliação da demanda e preços das *commodities*, deverá mostrar uma duração dilatada, assegurando a esses países a obtenção de superávits em transações correntes sistemáticos. Essa melhoria de fundamentos, permitirá, como tem permitido, a queda dos prêmios de risco e a absorção de capitais de melhor qualidade. Com a permanência das condições atuais, e a melhoria das classificações de risco, estariam criadas as condições para a incorporação permanente desses países aos mercados financeiros globais eliminando os ciclos e os *sudden stops*.

Para examinar em profundidade essa tese é necessário discutir o perfil do ciclo recente. A sua seqüência expansiva, no âmbito da liquidez, assumiu os seguintes contornos: após 2001 as

⁷ É o caso, por exemplo do FMI no relatório *Global Financial Stability Report* de abril de 2006 o qual apesar de apontar riscos sugere uma mudança de profundidade, e a possibilidade de um círculo virtuoso para um conjunto mais amplo de países emergentes.

sucessivas reduções da *policy rate* pelo Fed, cujo objetivo central era atenuar os desequilíbrios patrimoniais oriundos do ciclo de expansão anterior, geraram, num primeiro momento, operações de *carry trade* ao longo da curva de juros (*yield curve*) do Tesouro, aumentando os preços dos títulos e derrubando o espectro de taxas de juros, incluindo a de longo prazo. A preservação da *policy rate* em patamar muito baixo, com valor real negativo, por mais de dois anos, deu ensejo a outros tipos de arbitragem, em direção aos títulos de alto rendimento (*high yield*) corporativos ou soberanos, e a ativos reais como *commodities*. Este é por assim dizer, o fator de maior poder explicativo sobre a redução das taxas de juros soberanas observada após 2002, e uma explicação adicional para a elevação dos preços das *commodities* durante o mesmo período. Ademais, como já foi apontado, na economia americana, a queda das taxas de juros de longo prazo inflou a bolha imobiliária.

O aspecto intrigante na trajetória do ciclo de liquidez diz respeito à sua resistência à reversão. Desde meados de 2004, o Fed tem ampliado recorrentemente as *policy rates*. Isto, todavia, não alterou de modo significativo, pelo menos até o final de 2005, nem a taxa de juros de longo prazo nem, o fluxo de recursos dirigidos aos títulos soberanos. No caso da taxa de longo prazo isto parece resultar de um duplo fator; da presença dos bancos centrais asiáticos adquirindo títulos denominados em dólar, independentemente das expectativas quanto a variações futuras de seus preços, ou das taxas de juros. Tem dependido também da baixa preferência pela liquidez dos investidores privados, para os quais, a elevação das taxas curtas seria temporária e revertida quando o choque de preços de energia e matérias-primas estiver absorvido.

No primeiro trimestre de 2005, a continuidade da política do Fed deu ensejo a um deslocamento mais expressivo da taxa de longo prazo, cujo valor, ultrapassou o patamar de 5% ao ano. Novos aumentos dessa taxa dependerão da política a ser posta em prática. Se houver continuidade nas elevações da *policy rate*, é praticamente inevitável novos aumentos da taxa longa. Isto porque a persistência do achatamento da curva de rendimentos, com ausência de diferencial entre o espectro de taxas, cria sérios problemas para os intermediários financeiros, tanto os bancos quanto os não-bancos.

No que tange a aquisição de títulos do Tesouro por não-residentes, é necessário apontar a presença de dois tipos de agentes: os públicos ou bancos centrais asiáticos, que têm um papel estabilizador e são segundo as estatísticas, os maiores adquirentes das novas emissões, e os privados, principais detentores do estoque e cujo compromisso é com o retorno, podendo portanto mudar a composição de portfólio e forçar a subida das taxas longas. Certamente isto ainda não ocorreu por que esses investidores têm mantido uma postura de baixa preferência pela liquidez. Os fatores que podem modificar esta situação residem sobretudo na postura do Fed e na sinalização da continuidade do aumento das *policy rates*. Estas, por sua vez, podem continuar subindo por duas razões: a persistência da bolha imobiliária e a necessidade de desinflá-la antes que alcance proporções demasiadas; a pressão de preços oriundas dos choques e que pede um ritmo de crescimento moderado para evitar um deslocamento da inflação para patamar mais alto.⁸

⁸ O Fed não reconhece explicitamente o ciclo de ativos e particularmente a bolha imobiliária como fator de decisão na escolha de trajetória das *policy rates*. Todavia, os dois últimos anos da gestão Greenspan foram marcados por referências recorrentes ao fenômeno, várias delas para negar outras para afirmar sua intensidade e disseminação. Isto sugere que, na prática, a bolha imobiliária tem sido considerada nas decisões da fixação das taxas de juros.

Quanto aos países emergentes cabe assinalar uma cadeia de eventos recorrentes: a mudança das taxas de juros afetará diretamente seus desempenhos, tanto pelo impacto no crescimento dos volumes como dos preços no comércio internacional. Uma eventual desaceleração da economia americana terá impacto significativo no crescimento chinês pois o segundo elo não possui autonomia para engendrar o crescimento de maneira autônoma. Há ainda a considerar aspectos cíclicos do crescimento chinês, ou o grande aumento de capacidade produtiva realizado nos últimos anos e, a formação de excesso de capacidade em alguns setores, implicando a desaceleração do ritmo de expansão de investimento.

É possível imaginar que a desaceleração do crescimento global e da China terá impacto diferenciado nos vários tipos de países periféricos. Há indicações de que a redução do ritmo de investimento na China tem comprimido a demanda por importações de máquinas e equipamento no segundo elo. Há informações de que a China tem realizado substituição de importações em importantes segmentos produtivos, dentre os quais o aço, e se tornado um exportador líquido, cada vez mais importante, em manufaturas intensivas em trabalho como têxteis e calçados. A preservação do ritmo de investimento na China fatalmente implicará na busca de mercados externos adicionais acirrando a concorrência no mercado de manufaturas. A demanda por *commodities*, diante da desaceleração, está sendo afetada de maneira diferenciada segundo a sua natureza; mais intensa nas agrícolas e menos nas minerais. Isto se deve tanto à maior demanda chinesa quanto a maior monopolização das fontes de produção dos minérios, metais e petróleo. As *commodities* agrícolas tiveram aumento de demanda mais intenso e caracterizam-se por oferta mais disseminada⁹ (ver SEÇÃO III).

O quadro acima sugere a formação de situações diferenciadas entre os países periféricos diante do aprofundamento da desaceleração do crescimento, do produto e do comércio, e da reversão do ciclo de liquidez. Da mesma forma que o ciclo de expansão beneficiou mais que proporcionalmente os países da América Latina, uma nova conjuntura marcada pela contração da liquidez e desaceleração do comércio deverá acarretar, maiores percalços para os países dessa região. O critério para minimizar os impactos do novo contexto menos favorável, será, no campo financeiro, uma classificação de risco melhor, associada a indicadores robustos de solvência e liquidez. Ademais, no caso das variáveis financeiras externas será central a posição da taxa de câmbio, ou melhor a sua trajetória de apreciação, depreciação ou estabilidade.

Nas variáveis relativas ao comércio o fundamental será a composição da pauta de exportações. Maiores participações de manufaturados ou mesmo de *commodities* metálicas e petróleo serão capazes de preservar ou atenuar as perdas de relações de troca, de saldo comercial e das transações correntes. Ao fim e ao cabo, quando ocorrer a reversão, tudo indica que ficará evidente o caráter circunstancial, episódico, da melhoria de um conjunto de países emergentes.

2 Estabilidade e políticas macroeconômicas

Como foi ressaltado na introdução, ao longo dos últimos vinte e cinco anos, no plano internacional, a política macroeconômica guiou-se cada vez mais pelo objetivo da obtenção da estabilidade inflacionária e da dívida pública. O ponto focal para destacar na concepção e operação

⁹ Para uma avaliação do ciclo de preços de commodities ver Dorsch, Gary. *The "Commodity Super Cycle" – How long can it last?* Disponível em <<http://www.sirchartsalot.com/>>.

da política macroeconômica em países periféricos como o Brasil é que no nosso caso, a obtenção da estabilidade inflacionária, veio acompanhada da amplificação da instabilidade macroeconômica. Num primeiro momento, durante o programa de estabilização amparada na âncora cambial, em razão da grande expansão da dívida pública. Num segundo, após 1999 com a estabilização centrada na construção da âncora nominal doméstica, devido à grande volatilidade da taxa de câmbio.

Tomando-se como referência o formato da política macroeconômica posta em prática pós 1999, constituída pela combinação entre metas de inflação, câmbio flutuante e ajuste fiscal pode-se estabelecer que é insuficiente para promover a estabilidade macroeconômica. O problema crucial é o da interdependência entre política monetária e cambial ou entre taxa de juros e taxa de câmbio. Isto pode ser visto nos vários momentos do ciclo de liquidez durante o qual a taxa de câmbio flutua por razões associadas à conta de capital. A partir de uma desvalorização decorrente da queda dos fluxos líquidos de capitais estabelece-se uma interdependência elevada entre juros e câmbio. O movimento da taxa de juros passa a ser subordinado ao da taxa de câmbio, buscando evitar sua desvalorização exacerbada, através da qual contamina a taxa de inflação e amplia o *currency mismatch*.

A questão pode ser vista também de um ângulo distinto: em momentos de normalidade ou abundância de entrada de capitais, as taxas de juros podem ser utilizadas para mover a taxa de câmbio para patamares apreciados e assim combater diretamente a inflação. A interdependência das políticas monetária e cambial num regime de ampla mobilidade de capitais e com dívidas elevadas, acarreta um custo fiscal expressivo, conduzindo à crescente imobilização da política fiscal.

A proposição anterior envolve a discussão da vulnerabilidade externa entendida no sentido lato, ou seja, para além dos dois indicadores clássicos de solvência e liquidez mas determinada também, para países de moeda inconvertível, pela intensidade da abertura financeira e em especial pelas operações “fora de balanço” (*off balance sheet*) permitidas por essa última. O grau de abertura amplia o número, mas nem sempre a qualidade, dos agentes qualificados para comprar e vender divisas, ou operar nos mercados cambiais, cuja atuação determina o patamar e flutuação da taxa de câmbio. A intensificação da abertura financeira foi também uma marca do governo Lula dando prosseguimento às medidas iniciadas no Governo Collor e ampliadas na era FHC. Um momento essencial da abertura, durante esse período, ocorre no ano 2000, com a equiparação entre investidores residentes e não-residentes, permitindo a esses últimos, operarem nos mercados de derivativos de câmbio e juros, tornando a dimensão “fora de balanço” um aspecto crucial da dinâmica da taxa de câmbio (ver SEÇÃO IV).

Durante o governo Lula, do ponto de vista da abertura financeira, há duas medidas centrais a serem discutidas, além de uma proposta, passível de converter-se em realidade. O primeiro conjunto de medidas refere-se ampliação da abertura no âmbito dos residentes (*outward transactions*) ou a facilitação para os residentes manterem depósitos ou investimentos no exterior. A segunda diz respeito aos incentivos fiscais para investidores estrangeiros adquirirem títulos da dívida pública (*inward transactions*). Ambas as medidas ampliam a oferta e demanda potencial de divisas. Na conjuntura recente de alta liquidez tem contribuído para a internalização de recursos e

apreciação da taxa de câmbio. Mas, numa conjuntura adversa podem exacerbar as desvalorizações cambiais e portanto ampliar a volatilidade da taxa de câmbio. O terceiro grupo de medidas, em tramitação no Congresso, visa suprimir a cobertura cambial das exportações eliminando a obrigatoriedade de sua internação pelos exportadores. Na prática isto transforma um fluxo de divisas de natureza mercantil em um fluxo financeiro, similar aos capitais de curto prazo, cuja entrada e saída é determinada pelas expectativas quanto à variação das taxas de câmbio e de juros.

No indicador de solvência externa, compreendendo a relação passivo externo líquido/exportações, houve melhoria substancial devido a ambos os termos. Como é sabido, após 2002 a taxa de crescimento das exportações se acelerou. A taxa de câmbio relativamente desvalorizada durante parte do período mas, sobretudo, o diferencial de crescimento doméstico/internacional e o padrão desse último, foram decisivos para esse desempenho. Mas houve também mudança significativa em uma das parcelas do passivo externo, a dívida securitizada, privada e pública.

Após as sucessivas crises cambiais as empresas endividadas em dólar decidiram reduzir sua exposição, mormente aquelas sem *hedge* natural, as não exportadoras. Contribuiu também para isso a decisão do governo após 2003, de reduzir a parcela da dívida pública indexada ao câmbio, cujo efeito prático foi um maior encarecimento do *hedge*. Quanto à dívida pública, o superávit global de balanço de pagamentos permitiu ir ao longo do tempo, adquirindo volumes significativos de reservas e, portanto, reduzir o endividamento líquido. No início de 2006, o Banco Central iniciou a compra dos títulos da dívida externa de vencimento mais curto, originários da renegociação do Plano Brady, lançando mão de reservas disponíveis. Um duplo argumento é utilizado como justificativa; o menor custo da dívida líquida remanescente – troca de reservas com baixo rendimento por títulos de maior rentabilidade, os *bradies* – e a eliminação de uma parcela da dívida marcada por um *default* parcial.

Apesar da redução da dívida externa, pública e privada, é possível notar a estabilização do indicador de vulnerabilidade externa mais geral que mede a relação Passivo externo líquido/exportações. Fatores como a desaceleração do crescimento das exportações não podem ser ignorados, mas o central, é a retomada dos fluxos de investimento. Além da ampliação do IDE, cabe destaque para a entrada de investimentos de portfólio direcionados para a Bolsa de Valores (ver Seção IV).

Uma questão relevante quanto à vulnerabilidade externa na sua dimensão de longo prazo, ou de solvência, é a da sua sustentabilidade. O primeiro aspecto a considerar é o da permanência do crescimento das exportações, ante a eventual desaceleração do comércio internacional e a apreciação da moeda local. Somada a essa última questão, está também a ampliação das importações e redução do saldo comercial e o possível desaparecimento do superávit em transações correntes. Como questão adicional, vem à tona a possibilidade de ampliação do ritmo de crescimento do passivo externo líquido nas suas várias modalidades mas principalmente na forma de investimentos de portfólio e capitais de curto prazo, como observado no primeiro trimestre de 2006.

Ainda quanto à vulnerabilidade externa, cabe discutir a sua dimensão de curto prazo, ou de liquidez. O aumento substancial das reservas próprias, adquiridas nos últimos dois anos, e o menor

aumento do passivo externo de curto prazo tem suscitado a tese da redução da vulnerabilidade externa, também nesse plano. Isto precisa ser considerado sobretudo à luz da maior abertura financeira promovida recentemente. Por exemplo, as medidas cuja essência foram simplificar e reduzir os custos de transação para o acesso dos residentes aos mercados financeiros externos devem ser sopesadas como fatores de deterioração potencial da posição de liquidez. Isto principalmente porque, a dívida pública interna, principal ativo financeiro do país, é dotada de grande liquidez decorrente da concentração de vencimentos no curto prazo. Nessa ótica deve ser também avaliada a medida de conceder incentivos fiscais aos investidores estrangeiros para adquirirem títulos públicos. O argumento de que esses títulos teriam prazos mais longo não se sustentaria diante de um eventual ataque especulativo contra o real. Por fim, não se pode esquecer o forte aumento dos investimentos de portfólio (SEÇÃO IV).

No aspecto de liquidez da vulnerabilidade, há ainda a considerar a dimensão encoberta da mesma, ou “fora de balanço” presente no volume de posições nos mercados derivativos e que podem determinar fortes oscilações nas taxas de câmbio com relativa independência do movimento de divisas. Vejamos o mecanismo básico da formação da taxa de câmbio, a partir dos dois mercados como meio de esclarecer o argumento acima. A visão ortodoxa emanada do Banco Central tem defendido que a razão central para a apreciação da taxa de câmbio, entre 2003 e 2005, foi o saldo em transações correntes.¹⁰

Essa é uma visão que desconecta a formação da taxa de câmbio da taxa de juros. Mesmo se fora verdadeira, dadas as altas taxas de juros praticadas no país, a queda da taxa à vista promoveria uma pressão adicional sobre a taxa de câmbio, reforçando sua apreciação (ver SEÇÃO V).

Dadas as elevadas taxas de juros praticada pelo Banco Central, como pretexto para manter a inflação nos limites das metas, num contexto de farta liquidez internacional, redução de risco-país e melhora progressiva da conta corrente, formou-se uma convenção quanto a futuras apreciações do real. A posição básica assumida por especuladores foi a venda de posição futura em dólar e a compra de posição em juros, no presente. Essa operação contrapõe a taxa de juros vigente num período determinado a uma expectativa de variação da taxa de câmbio. O predomínio das posições vendidas de câmbio, para o futuro, contribuiu decisivamente para a queda da cotação futura do dólar ante o real. O desconto dessa taxa de câmbio à taxa corrente de juros deprimiu ainda mais a cotação do real, à vista. O Banco Central participou desse processo através da venda de *swaps* reversos, adquirindo câmbio no futuro contra pagamento de juros.¹¹

O importante a assinalar é que este processo de formação de taxa de câmbio guarda uma independência significativa do fluxo real de divisas, seja o de transações correntes seja o de capital. Assim, mudanças nas condições de liquidez ou no diferencial de taxas de juros podem determinar movimentos significativos nas taxas de câmbio. Na prática, a vulnerabilidade externa no plano da liquidez continua inalterada ou quiçá, ampliada (ver SEÇÃO V).

¹⁰ Ver a propósito dessa discussão: Banco Central do Brasil. *Relatório de Inflação*, vários números. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?SISMETAS>>.

¹¹ Para uma discussão do papel dos derivativos na formação da taxa de câmbio no Brasil durante o período recente ver Garcia, M. Fluxos de capitais, derivativos financeiros e intervenções nos mercados de câmbio. Disponível em: <<http://www.ipea.gov.br/pub/bccj/bc0721ppt.pdf>>.

Uma das questões-chave da situação externa brasileira, decorrente dos impactos dos ciclos de liquidez e de comércio, diz respeito à sua continuidade e, a apreciação do real. As correntes ortodoxas têm justificado esta apreciação e sua eventual continuidade como mecanismo de transmissão dos ganhos de relações de troca para os consumidores. Vale dizer, a apreciação muda a relação de preços entre bens comercializáveis e não-comercializáveis. O barateamento dos bens comercializáveis em moeda doméstica certamente beneficia os consumidores, em particular certas camadas da população via redução de preços de bens importados. O encarecimento dos bens comercializáveis em dólar tem um duplo efeito: para as *commodities* ele tem pouco significado dado que os preços são crescentes no mercado internacional. Para os manufaturados implica perda de competitividade e de mercados. A questão de fundo é: se persistir o ciclo de preços de *commodities*, e a apreciação do real, o Brasil vai abrir mão de uma estrutura industrial mais complexa admitindo uma ampliação do peso do setor de *commodities* de base agrícola e mineral na estrutura produtiva? E se não persistir o ciclo, enfrentará um recrudescimento da vulnerabilidade externa em razão da perda de dinamismo das exportações? Até que ponto a apreciação do real não significou a perda de investimentos no segmento de bens comercializáveis?

Olhada a política macroeconômica do ponto de vista da estabilização da taxa de câmbio, os resultados foram expressivamente negativos. À primeira vista o mesmo não pode ser dito quando se avalia o desempenho da inflação. Apesar da não obtenção de resultado estritamente circunscritos às metas estabelecidas em alguns anos, a política monetária foi eficaz para manter a inflação em baixo patamar – em torno de 6% ao ano, em média. A questão central a discutir nesse caso são os custos da estabilidade inflacionária, tanto em termos de produto e emprego como em termos da instabilidade macroeconômica.

Há várias características no sistema econômico brasileiro às quais se pode atribuir o elevado custo da estabilidade inflacionária, afora a própria concepção e operação do regime de política monetária que em geral se baseia em pressupostos teóricos questionáveis. O primeiro aspecto é a recorrência dos choques, em particular aqueles oriundos da volatilidade da taxa de câmbio. O segundo a presença de uma expressiva indexação formal e informal de preços. De acordo com os cânones teóricos, estas condições, por si sós, deveriam inviabilizar a adoção de um regime de metas de inflação no Brasil (ver SEÇÃO V).

A volatilidade do câmbio tem uma dupla importância: suas implicações no *currency mismatch* e no *pass-through*. Para o bem e para o mal, essas características que são estruturais pois, dependem do pecado original, da estrutura das exportações brasileiras, e da larga presença de multinacionais na estrutura produtiva, implicam que a fixação da taxa de juros tem que levar em conta a taxa de câmbio. Como esta última é muito volátil em razão dos *sudden stops*, ou dos ciclos, a primeira termina a ela subordinada.

A subordinação da taxa de juros à taxa de câmbio foi demonstrada à saciedade nos últimos dois anos no Brasil, quando foi recorrentemente utilizadas para amenizar choques de preços de oferta. Diante de desvalorizações abruptas da taxa de câmbio, os juros foram elevados para, em primeiro lugar, deter essa depreciação e, em segundo, evitar a propagação do choque fazendo com que os setores ao longo da cadeia absorvessem o aumento de custos primários via compressão de margem. Quanto a esse aspecto cabe assinalar o esforço desigual ou o aumento desproporcional

das taxas de juros para deter a escalada inflacionária. Parcela dos preços está indexada à inflação passada (os administrados) outra está diretamente vinculada à taxa de câmbio (as *commodities*) outra é menos sensível à contração da demanda (os oligopolizados). Assim a ação da contração da demanda agregada se exerce com maior intensidade sobre um subconjunto reduzido de preços exigindo taxas de juros mais elevadas (ver SEÇÃO V).

Há em relação ao aspecto anterior um desdobramento da maior relevância: a política monetária, e o regime de metas de inflação como método particular da mesma, deveria se preocupar exclusivamente com o nível geral de preços. No caso brasileiro, o desigual poder de mercado, que vai desde preços indexados formal e informalmente até estruturas de mercado diferenciadas, tem na política monetária restritiva um mecanismo de sancionamento de mudança de preços relativos e portanto de distorção na alocação de recursos.

Poder-se-ia concluir, pelo raciocínio desenvolvido acima, que os custos elevados da política monetária na obtenção da estabilidade inflacionária estão associados à dominância cambial na determinação da inflação, resultante de choques cambiais recorrentes associados às características institucionais do sistema de preços, tais como, a presença de preços administrados, e *pass-through* muito alto decorrente de pautas de exportação muito dependente de *commodities* e da presença de multinacionais na estrutura produtiva, pois essas usam a taxa de câmbio como critério de reajuste de preços. Afinal lucros e patrimônios têm, em última instância, de serem convertidos em dólar.

A argumentação anterior desqualifica a idéia da dominância fiscal com razão para o elevado custo da política inflacionária. Ou seja, não podem ser atribuídas à dívida pública, e as taxas de juros necessárias para financiá-la, os custos em termos de emprego e produto. A prova cabal dessa afirmação pode ser encontrada na comparação entre as taxas de juros básicas praticadas internamente no financiamento da dívida e aquelas observada nos mercados internacionais. A taxa doméstica, nos últimos três anos esteve sistematicamente acima daquela correspondente à paridade descoberta.

A política fiscal tem arcado com o ônus maior dos desequilíbrios oriundos da política de estabilidade inflacionária, decorrente do manejo de câmbio e juros. São múltiplas as dimensões das restrições impostas à política fiscal, dentre elas a perda do papel anticíclico e indutor do crescimento e ainda a diminuição do seu caráter redistributivo.

Em princípio, pode-se admitir que durante o governo Lula a política macroeconômica logrou mais um objetivo relativo a estabilidade, aquele atinente à dívida pública. Pode-se agregar também que além da estabilização e pequeno decréscimo de seu valor como proporção do PIB, obteve-se um perfil mais adequado em termos de composição com a redução e quase extinção da parcela indexada ao câmbio e a diminuição significativa da parte atrelada a taxa de juros do *overnight* (ver SEÇÃO VI).

Quanto ao ajuste fiscal conviria chamar a atenção para o padrão de sua obtenção. Ele foi conseguido como crescimento simultâneo dos gastos e das receitas. Vale dizer, no plano dos gastos houve um aumento generalizado, maior da carga de juros ante as despesas correntes, enfrentado por um crescimento mais que proporcional da carga tributária. Este último permitiu a obtenção de um superávit primário crescente, mas não chegou a cobrir a totalidade das despesas com juros

deixando remanescente um pequeno déficit nominal. Este todavia, não foi de magnitude suficiente para impedir a queda da relação dívida/PIB.

Um primeiro aspecto a destacar nesse perfil de ajuste fiscal é o seu caráter concentrador de renda. O aumento das despesas, das quais o maior foi o relativo aos juros, ampliou o caráter regressivo do gasto público pois cerca de 15% de seu total converteram-se em pagamento de juros. O fato do aumento desse tipo de gastos ter sido financiado por ampliação de carga tributária num regime reconhecidamente regressivo constitui um fator adicional de concentração da renda.

Uma outra questão diz respeito à composição do gasto público resultante desse ajuste fiscal. Dada a maior dificuldade para conter as despesas correntes, grande parte delas sujeitas a vinculações e obrigadoriedades de origem constitucional, os cortes terminaram por se concentrar nos investimentos. Estes últimos atingiram seus menores patamares já observados na história contemporânea do país, criando um sério constrangimento à retomada do crescimento. A relevância das despesas correntes, a maioria delas vinculadas a gastos sociais de caráter redistributivo, sugere a mudança da repartição das despesas entre juros e investimentos, em favor desses últimos. Por sua vez, as limitações das despesas correntes, em termos relativos podem ser facilmente conseguidas diante de uma retomada do crescimento sustentado do PIB.¹²

Um aspecto decisivo da política fiscal na sua relação com o crescimento refere-se ao seu caráter contracionista. A realização sistemática de superávits primários em torno de 4,5% do PIB representa uma esterilização de cerca de 15% dos gastos públicos. De um lado, retira-se poder de compra – via carga tributária – de segmentos sociais com alta propensão a consumir, de outro, transfere-se esses recursos, sob a forma de pagamento de juros, aos detentores da dívida pública, pertencentes a segmentos sociais de menor inclinação ao gasto em consumo que certamente transformação essa renda recebida em ativos financeiros.¹³

Quanto à dívida pública, a idéia de melhoria significativa de seu perfil deve ser posta em questão. Tome-se inicialmente a dívida pública externa. De fato, a ampliação das reservas reduziu a dívida líquida. Mas deve-se duvidar da afirmativa que o setor público tornou-se um credor líquido em dólares em bases permanentes.¹⁴ Isto implica considerar as suas posições nos mercados futuros de câmbio. Essas posições representam um valor nocional e não podem ser contabilizadas como um estoque, além disso, são voláteis e podem, na eventualidade da mudança do ciclo externo, ou da redução do diferencial de juros, converter-se numa posição devedora.

Na dívida pública interna observou-se uma quase extinção daquela parcela indexada à taxa de câmbio e, mais recentemente o decréscimo da dívida atrelada à taxa SELIC. Embora as transformações sejam relevantes elas foram acompanhadas de mudanças nos seus prazos. Inicialmente, durante a redução da dívida cambial, houve um encurtamento geral dos prazos e mais recentemente sua estabilização. Cerca de 40% do total da dívida ainda tem vencimento em um

¹² Para outro ponto de vista sobre o ajuste fiscal ver FIESP. *Gastos públicos: cortar para crescer*. Um novo arranjo para romper com o imobilismo. São Paulo: jun. 2005. Disponível em: <http://www.fiesp.com.br/pesquisas_economicas/secao2/index.asp?ss=616>.

¹³ Para uma discussão do caráter contracionista da política fiscal ver Macedo e Silva, A. C. O debate sobre o arranjo fiscal brasileiro – Um pouco de aritmética keynesiana. *Política Econômica em Foco*, Campinas, n. 4, 4 abr. 2005. (Suplemento, n. 7). Disponível em: <http://www.eco.unicamp.br/asp-scripts/boletim_cecon/boletim_cecon4.asp>.

¹⁴ Ver a propósito Banco Central do Brasil. *Relatório de Inflação*. Abr. 2006.

ano, indicando a possibilidade da volta de um perfil deteriorado se houver uma acentuação da instabilidade macroeconômica.

3 Crescimento econômico e políticas de desenvolvimento

A discussão das políticas de desenvolvimento e de seus impactos na trajetória da economia brasileira supõem o esclarecimento inicial de qual tem sido o padrão recente de crescimento dessa economia. As evidências indicam que o padrão de *stop and go*, típico dos últimos vinte e cinco anos, marcados por uma alta volatilidade das taxas de crescimento, continuou a caracterizar a economia brasileira no período recente. As políticas de desenvolvimento de inspiração liberal foram incapazes de construir um novo modelo de desenvolvimento para o país, ocorrendo o mesmo no governo Lula, durante o qual, as propostas de modificação mais substantivas dessas políticas ficaram no plano retórico.

Para esclarecer as afirmativas acima tome-se as características do crescimento no período, cuja taxa média situou-se em torno de 2,6% ao ano. Da perspectiva do investimento produtivo, a pequena aceleração após meados de 2003 deveu-se, sobretudo, a ampliação da capacidade produtiva nas atividades exportadoras, em particular de *commodities*, primárias e industriais. Nas demais atividades os investimentos podem ser considerados como de modernização, dirigidos à remoção de gargalos e alguma substituição de máquinas e equipamentos para aumento de produtividade mas sem adições substantivas à capacidade de produção. Esse padrão foi intensificado depois de meados de 2005 com a apreciação cambial e a antecipação de investimentos para aproveitar a janela de oportunidade (SEÇÃO VII).

Um desempenho bastante inferior ao da indústria é o da construção civil tanto relativo à habitação como a infra-estrutura. No primeiro caso, o declínio da renda combinado com crédito escasso e caro explicam o desempenho, embora com alguma recuperação após 2005. Nas atividades de infra-estrutura as razões do desempenho sofrível são mais variadas. Elas passam antes de tudo, pela redefinição do papel do Estado, com a sua retirada de diversos segmentos e, naquele nos quais permaneceu, pela sua capacidade reduzida de investimento. A exceção fica por conta do setor de Energia no qual os investimentos de empresas estatais ampliaram-se de maneira significativa.

Quanto ao consumo tem ocorrido períodos de ampliação com alta intensidade e baixa duração. Isto por conta dos ciclos concentrados nos bens duráveis e movidos a crédito. Esse caráter do ciclo de consumo reflete a ausência de um processo contínuo de elevação da renda e as taxas de juros muito altas. Dessa forma, os ciclos de consumo de duráveis tendem a ter pouco dinamismo enquanto aqueles de bens correntes que dependem do crescimento da massa salarial tiveram desempenho ainda pior. Parte dessa tendência tem sido invertida nos últimos anos em razão do crescimento do emprego e do início de ganhos salariais em 2005. O ponto focal a ressaltar é que a combinação de baixo crescimento da massa salarial, em decorrência da situação do mercado de trabalho e taxas de juros muito altas não propiciam ciclos de crédito de maior duração.

O mercado de trabalho tem se comportado de maneira pouco dinâmica desde meados dos anos 1980 em razão da forte desaceleração da taxa de crescimento à qual se combinou uma ampliação da oferta de força de trabalho decorrente da pirâmide etária da população. Nos anos

1990 esse quadro se agravou tanto pela manutenção do baixo crescimento como pela abertura comercial. Taxas elevadas de desemprego e rendimentos tendencialmente em declínio tem sido sua marca principal.

Essas tendências não foram revertidas no governo Lula, mas atenuadas. Um crescimento médio superior do produto, num contexto político institucional distinto, permitiu um aumento mais rápido do emprego, mas, principalmente a sua formalização. A maior elasticidade do emprego ante o produto observada no período deveu-se também à estabilização do coeficiente importado fruto das desvalorizações cambiais. A continuidade do crescimento combinado com três anos ininterruptos de apreciação cambial possibilitou deter a queda dos rendimentos e proporcionar um pequeno ganho em 2005. Mas esses fatos estão longe de representar uma melhora substantiva do mercado de trabalho que necessitaria crescimento mais forte e continuado para inclusive melhorar a estrutura de ocupação caracterizada por uma ampla participação dos empregos de baixa qualificação como, por exemplo, o doméstico. Olhada dessa perspectiva a apreciação cambial embora tenha auxiliado os ganhos salariais de 2005, pode comprometer o melhor desempenho do emprego.

A única fonte estável e permanente de crescimento da economia brasileira tem sido as exportações líquidas, desde meados de 2002. Esta constatação lança luzes sobre a relevância do ciclo de comércio internacional para explicar esse dinamismo pois a trajetória da taxa de câmbio não está diretamente associada nem a grande expansão, pois a desvalorização é prévia e data do início de 1999; nem a sustentação do crescimento que ocorre a despeito da contínua apreciação do real após 2003. O ciclo internacional, ao ensejar o crescimento da demanda e aumento de preços, e a pauta de exportações brasileira, constituíram elementos cruciais para o desempenho das vendas externas. Na questão dos manufaturados a estratégia das empresas foi fator decisivo para explicar uma maior propensão exportadora, porém cada vez posta em xeque pela instabilidade da taxa de câmbio. Tem sido comum no período recente o anúncio do cancelamento de projetos de investimentos destinados a exportações e mesmo a realocização de empresas (ver SEÇÃO IV).

Essas indicações sugerem que o padrão de crescimento da economia brasileira, tem sido e continua sendo aquele caracterizado como de *stop and go*. Uma primeira idéia a respeito desse padrão é aquela que sugere a desconexão no crescimento das várias categorias de demanda, mas isto apenas traduz a ausência de forças motrizes do crescimento. Ou seja, da perspectiva do crescimento sustentado o essencial é entender a ausência de um horizonte de crescimento ou de forças que assegurem o aumento sustentado da oferta, em particular, do investimento. Não é por outra razão que o crescimento da economia brasileira está muito mais sujeito, do que em outras economias, ao caráter mais ou menos contracionista da política macroeconômica combinado com o cenário internacional mais ou menos favorável.

Esse padrão contrasta fortemente com aquele observado durante o período nacional-desenvolvimentista no qual a combinação entre IDE, movido por um particular padrão de concorrência intercapitalista que visava ocupar mercados, e o investimento público em infraestrutura, constituíam o mecanismo básico de crescimento, vale dizer, asseguravam a expansão do investimento à frente da demanda corrente. Do ponto de vista contemporâneo é esta a questão que se coloca: como montar um modelo ou padrão de crescimento para o Brasil dado que além dos

bloqueios criados pelas heranças das políticas de corte liberal, como a vulnerabilidade externa e o elevado endividamento público, é necessário lidar com as chamadas restrições estruturais, tais como a baixa centralização de capitais, as dificuldades de mobilização de recursos pelo sistema financeiro doméstico, as incompatibilidades entre escalas de produção mínima e tamanho de mercado e a crescente concorrência da periferia industrializada em particular, da China e da Índia.

Essa última referência sugere uma breve discussão sobre o padrão exitoso de crescimento periférico, o asiático ou mais propriamente sobre as suas forças motrizes. As interpretações convencionais reduzem aos mercados externos (*export led growth*) o fator dinâmico primordial. A tese é correta mas superficial. Isto porque o essencial na maioria desses países foi o adensamento das cadeias produtivas industriais e ampliação das exportações de manufaturados, por meio dos grupos econômicos domésticos (*first tier*) ou por meio da absorção do IDE (*second tier*). Ou seja, através de políticas corretas os países asiáticos em desenvolvimento conseguiram adaptar-se ao novo padrão de concorrência inter-capitalista vigente após 1980 atraindo volumes elevados de investimento estrangeiro combinado-o, em proporções variáveis, com o investimento local e a massificação do consumo.¹⁵

Essa discussão serve para ilustrar o ponto crucial na construção de um modelo de crescimento sustentado: a manutenção de elevadas taxas de investimento. O modelo liberal enfatiza o papel do mercado e, sobretudo, da livre concorrência na determinação do investimento além da regulação para aqueles segmentos sujeitos ao risco jurisdicional. De outro ponto de vista é necessário contrapor a idéia de livre concorrência à da concentração ou de escala mínima para operar em mercados globais. Do mesmo modo, é importante antepor à noção de risco jurisdicional aquela de risco econômico presente, por exemplo, na elevada volatilidade das variáveis macroeconômicas e, em casos específicos como na infra-estrutura, nos riscos inerentes à atividade.

Partindo da idéia de que o investimento é uma atividade de risco pode-se admitir que a sua viabilização dependeria da criação de mecanismos para sua redução por meio da ação organizada do Estado, vale dizer, das políticas de desenvolvimento. No caso brasileiro isto suporia, desde logo, reduzir a alta incerteza macroeconômica, mas seria necessário ir além na definição de políticas específicas de desenvolvimento.

A implantação de um padrão de crescimento sustentado leva a pensar sobre a necessidade de políticas orientadas para a construção de tal modelo. Desde o início da era neoliberal no Brasil há uma continuidade nas políticas cujo sentido foi o de reduzir a intervenção do Estado na economia, promover a livre concorrência e assegurar marcos regulatórios e jurídicos mais favoráveis às operações das forças de mercado. Desse ponto de vista, o governo Lula representa uma continuidade da era liberal, pois as iniciativas cuja inspiração fogem a esse padrão tiveram caráter acessório ou não foram implantadas na sua plenitude.

O exame das políticas de desenvolvimento postas em prática nesse governo supõe sua divisão em três agrupamentos distintos: em primeiro lugar, aquelas que representam claramente uma continuidade das reformas liberais relativas à construção de um novo marco regulatório para determinadas atividades, mas visando antes de mais nada reduzir o **risco jurisdicional ou o risco**

¹⁵ Para uma discussão do modelo asiático ver as coletâneas: Akyuz, Ylmar (Ed.). *East Asian development*. London: Frank Cass, 2001; Chang, Ha-Joon. *Rethinking development economics*. London: Antherm Press, 2002.

regulatório. Fazem parte desse eixo a regulação dos setores produtores de bens e serviços públicos, inclusive a nova Lei de Concessões, o novo modelo elétrico, a nova Lei de Falências e as Parcerias Público-Privadas. Na prática, a única política que talvez possa ser avaliada com mais clareza é a do novo modelo elétrico pelos resultados já produzidos.

Os investimentos em infra-estrutura pouco avançaram no governo Lula, exceto o já aludido esforço na área de energia. A tentativa de mudar o marco regulatório através da nova Lei de Concessões representa uma medida claramente insuficiente. A questão substantiva a discutir é se, de fato, os investimentos nessa área não avançam por conta do chamado risco regulatório. Tudo indica que não. As atividades de infra-estrutura possuem características particulares tais como a elevada escala e grau de integração e ainda forte presença de indivisibilidades, são portanto, intensivas em capital e os investimentos demandam longo período de maturação. Assim sendo, a ausência de horizonte de crescimento sustentado e volatilidade de câmbio e juros constituem um empecilho ainda maior à realização de investimentos, comparativamente ao setor industrial. Mesmo num quadro de maior estabilidade macroeconômica, há dificuldades para o setor privado realizar os investimentos nessa área em razão do contraste entre a busca de retornos a curto prazo, típico de um capitalismo financeirizado, e o retorno de longo prazo dos investimentos na infra-estrutura. Não é por outra razão que aqui como alhures a participação de empresas estatais no setor é significativa (ver SEÇÃO VIII).

O fracasso do modelo energético no governo FHC abriu portas para algumas inovações, embora restritas. As empresas públicas, concentradas na geração, ampliaram os investimentos embora de modo limitado, em razão do superávit primário. Definiram-se novas regras de formação de preços, através dos leilões de energia, com o intuito de alargar o horizonte da decisão de investimento. O efeito prático dos leilões foi definir preços mais baixos, compatíveis com a estrutura de custos de empresas já amortizadas e num contexto de excesso de oferta de energia. É questionável se o novo modelo pode engendrar um ciclo de inversões privadas capaz de suprir a oferta de energia elétrica necessária ao crescimento, pois o aumento da oferta implicará o aumento dos custos de geração, decorrentes da construção de novas usinas. Ou seja, os preços correntes não sinalizam corretamente para a decisão de investimento podendo levar a escassez de energia no futuro.

As Parcerias Público-Privada pouco evoluíram. A idéia de equalizar a rentabilidade do investimento privado em projetos de infra-estrutura cujo retorno é, por definição, baixo, esbarrou numa série de problemas. O principal, o montante da equalização. Como essas atividades são em geral de baixa rentabilidade, o diferencial com as taxas obtidas em aplicações de alta rentabilidade e liquidez, os títulos públicos, torna inviável realizar um volume significativo desses investimentos. Isto torna o instrumento uma opção viável apenas em poucos casos, estando longe de consistir numa solução para ampliar a infra-estrutura do país.

Há outra política que parte de uma visão distinta ao paradigma liberal e de certa forma contraria os seus cânones: a Política Industrial. A identificação de setores a serem incentivados, tomando como critérios o potencial de desenvolvimento tecnológico e o impacto sobre o balanço de divisas parece ter sido um princípio correto, selecionando-se como objeto da política os setores de bens de capital, semicondutores, fármacos e software. Todavia, além da identificação de segmentos

prioritários a política industrial precisa da utilização simultânea e concentrada de instrumentos creditícios, tarifários e fiscais para viabilizar ou incentivar esses segmentos. Vale dizer, precisa durante algum tempo distorcer preços relativos. Olhada desse ponto de vista a política industrial não se materializou. Já quando olhada da perspectiva horizontal, de concessão de facilidades à inovação ou seja, enquanto política tecnológica, representou um avanço ante o governo anterior (ver SEÇÃO IX).

Outra vertente da política de desenvolvimento diz respeito ao crédito dirigido. Suas origens são longínquas tendo sido preservadas, em maior ou menor grau na última década. Compõem essa política, o crédito dirigido estrito senso, decorrente das exigibilidades sobre os depósitos dos bancos, os fundos de natureza para-fiscal, o FGTS e o FAT administrados por instituições públicas, cuja preservação constitui o terceiro pilar da política.

Quanto ao crédito dirigido representado pelas exigibilidades um primeiro aspecto a ressaltar no período 2003-2005 é a sua menor expansão comparada ao crédito livre. Isto implica caracterizar o ciclo de crédito do governo Lula como tipicamente privado e motivado pelas estratégias dos bancos privados. A expansão do crédito inicia-se em meados de 2003, antes portanto da retomada do crescimento e, muito antes do crescimento da renda. Certamente, pesou na decisão dos bancos para a diversificação de carteiras, o pequeno peso do crédito decorrente da sua contração entre 2001 e 2002. O fato dessas operações possuírem maior rentabilidade comparativamente à Tesouraria, associado a perspectiva de apreciação cambial, e de declínio da taxa de juros, ou seja, à redução do risco macroeconômico, deve ter motivado os bancos a ampliarem o crédito. As inovações financeiras posteriores como o crédito consignado apenas aceleraram um ciclo de crédito que já estava em curso (ver SEÇÃO X).

Um aspecto relevante a destacar diz respeito às estratégias das instituições públicas, em particular aquelas que operam com depósitos à vista. Não há a rigor diferenças significativas entre o conjunto dessas instituições e as privadas quando são examinadas as composições de carteira. Vale dizer, as instituições públicas não fizeram movimento adicional de substituição, na margem, das operações de Tesouraria pelas de crédito. As estratégias particulares de ampliação do crédito foram, todavia, diferenciadas. A agressividade do Banco do Brasil contrasta com o conservadorismo das demais instituições.

O ponto positivo, quando se considera a gestão do crédito direcionado administrado por instituições públicas foi a busca de sua democratização. A administração dos fundos para-fiscais também sofreu algumas reorientações parciais. No caso do FGTS, administrado pela CEF, houve maior preocupação com a disseminação do crédito. Já no caso do BNDES cuja principal fonte de recursos é o FAT, a ausência de definições de prioridades claras decorrente da inexistência de um modelo de desenvolvimento ou da não implementação da política industrial impediu uma ação com orientação mais clara.

No conjunto das ações relativas ao crédito dirigido fica fortemente sugerida uma ação compensatória durante o governo Lula. Vale dizer, a preservação do caráter público das instituições e dos fundos e uma tentativa de democratização do crédito. Mas é possível observar a ausência do essencial: a sua utilização como alavanca de um novo modelo de desenvolvimento.

Conclusões

Ao longo deste texto, realizou-se uma síntese dos principais aspectos atinentes à avaliação da política econômica do governo Lula, a serem tratados nas seções desse Boletim. Cabe agora destacar as questões mais relevantes dessa avaliação sobretudo, no que tange aos avanços obtidos nesse governo. Desde logo, como foi visto ao longo do texto, e será analisado em detalhe, nas seções a seguir, não cabe dúvida acerca da melhoria de alguns aspectos e indicadores, durante o período 2003-2005. Mas, o essencial é avaliar a sustentabilidade ou permanência desses avanços. Desse ponto de vista, quatro temas principais serão postos em relevo; a redução da vulnerabilidade externa; a diminuição da fragilidade fiscal; a melhoria da distribuição de renda; o estabelecimento de um novo modelo de crescimento.

Quanto à redução da vulnerabilidade, todas as indicações levam a crer que a mesma deveu-se principalmente à intensidade da fase ascendente do ciclo internacional. No plano da política econômica doméstica, a contribuição para essa diminuição adveio da eliminação do *hedge* barato, propiciado pela dívida pública indexada ao câmbio cujo efeito foi a indução ao desindividamento da empresas em moeda estrangeira. Exceto por essa dimensão, é possível concluir que o conjunto das medidas postas em prática, foi na direção de ampliar a vulnerabilidade externa ante uma eventual reversão do ciclo.

O primeiro elo dessa vulnerabilidade aumentada decorre da ampliação da abertura financeira. A quase irrestrita conversibilidade da conta financeira pode, no futuro, exacerbar um ataque especulativo contra o real. Ademais, permitiu a ampliação da absorção de investimentos de portfólio, bem como a realização por não residentes, de montantes significativos de operações “fora de balanço” com contribuições decisivas para a forte apreciação do real. Esse somatório de fatores implicará numa fragilização da moeda nacional ante a reversão do ciclo de liquidez.

Essa ampliação da vulnerabilidade pode ser reforçada pela previsível deterioração do balanço de transações correntes advinda da redução do saldo comercial. Esse, ainda resiste num patamar alto mas, declinante, por força da manutenção dos preços elevados de um importante subconjunto de *commodities*. Desse ponto de vista, a apreciação cambial é amplamente desfavorável. É certo que a sua influência sobre a trajetória dos preços das *commodities*, medidos em dólar, é desprezível. Mas, numa eventual reversão do ciclo, com queda de preços internacionais, o impacto sobre os preços domésticos será magnificado pela apreciação do real como, aliás, já ocorreu no setor agropecuário. Ademais, os efeitos dessa apreciação sobre a trajetória das exportações já são visíveis na desaceleração do crescimento e começam a se manifestar de maneira expressiva na ampliação das importações.

No caso da situação fiscal, o aspecto positivo a destacar é a redução da dívida do setor público, medida como proporção do PIB e, em particular, da dívida externa. Mas, é preciso considerar que a melhoria de sua composição por meio da redução da parcela indexada à variação cambial, e após 2005 da parte atrelada à taxa de juros do *overnight*, se fez acompanhar da deterioração, em outras dimensões. O essencial a assinalar é a redução dos prazos médios da dívida interna e, a parcela crescente com vencimento no prazo de um ano. Isto significa que uma

reversão do quadro macroeconômico, com maior volatilidade de câmbio e juros, pode reverter os ganhos obtidos.

Outro aspecto decisivo refere-se à qualidade do ajuste fiscal. Durante o governo Lula, observou-se um acréscimo da carga de juros da dívida do setor público. Para fazer face a esse crescimento, ampliou-se o superávit primário, por meio do aumento da carga tributária. Do ponto de vista da receita chegou-se a uma situação de elevada carga tributária na qual ressalta o seu caráter regressivo. Quanto aos gastos, pode-se constatar um crescimento simultâneo dos juros e das despesas correntes, em detrimento dos investimentos públicos. A combinação desses elementos sugere um impasse na continuidade desse padrão de ajuste fiscal. Diante de uma ampliação da carga de juros, por uma eventual acentuação da instabilidade macroeconômica, as opções em jogo são dramáticas e de elevado custo político e social.

Um terceiro aspecto ressaltado como conquista do governo Lula refere-se às melhorias na distribuição da renda, entendida esta última, como uma retomada do crescimento do emprego associada a ganhos salariais. De fato, pôde-se observar durante o período 2003-2005, uma elevada elasticidade do emprego em relação ao produto, além duma melhoria da sua qualidade expressa na maior formalização. Essa maior elasticidade do emprego ante o produto, foi decorrente do perfil de crescimento dependente das atividades industriais e exportadoras, num contexto de estabilidade do coeficiente importado. Isto posto, pode-se inferir que a atual valorização do real e a ampliação já observada do coeficiente importado, somada ao investimento de modernização, pode reduzir sensivelmente a elasticidade do emprego. Paradoxalmente, é exatamente essa apreciação da moeda nacional, que tem permitido uma melhoria dos níveis salariais, num quadro de deterioração do mercado de trabalho, decorrente de duas décadas de baixo crescimento.

A tese do estabelecimento de um novo modelo de crescimento não encontra sustentação, nem no desempenho das variáveis econômicas cruciais, como a taxa de investimento, e nem no formato da política econômica. O crescimento recente não fugiu ao característico *stop and go* das últimas décadas. Isto fica patente na volatilidade do PIB mas, sobretudo, na do investimento. Além de resultante de uma política macroeconômica deflacionária, exacerbada no governo Lula, esta ausência de um novo modelo de crescimento evidencia-se na insuficiência da política de desenvolvimento. O baixo valor dos investimentos em infra-estrutura, centrais para ampliação da competitividade sistêmica e definição de horizonte mais largo de crescimento não foi superado nesse governo. Também não se concretizou uma política industrial, ao mesmo tempo focalizada em determinados setores prioritários e, constituída dos vários instrumentos pertinentes (financeiros, fiscais e tarifários). Nesse contexto o crédito dirigido, embora preservado, assumiu uma feição defensiva observando-se sua maior democratização mas, também, a ausência de articulação com um projeto de desenvolvimento.