

## INTRODUÇÃO

### Os riscos crescentes

*Ricardo Carneiro*

O debate corrente sobre a trajetória da economia brasileira está marcado por uma interpretação dominante a qual sugere que a retomada do crescimento, em patamares mais elevados, a partir do último trimestre de 2005, será decorrência inevitável de se ter assegurado a estabilidade, da inflação e da dívida pública, em simultâneo com a melhoria das contas externas. Esse quadro de estabilidade renovada e redução da vulnerabilidade externa, permitiria o relaxamento da política monetária dando ensejo à dinamização da demanda. Ao mesmo tempo, as reformas microeconômicas incentivariam a ampliação da oferta completando o quadro de estímulo ao crescimento. Como pano de fundo, as eleições de 2006 e as pressões do bloco do Governo e seus partidos, para uma expansão mais rápida da economia.

Esse boletim avalia esta proposição de uma perspectiva crítica. Parte da constatação que o atual ciclo internacional tem permitido taxas de crescimento ampliadas aos países emergentes e que o Brasil tem obtido desempenho sofrível sobretudo, por conta da política macroeconômica posta em prática no país. Assim, em tese, nada obsta que o relaxamento do caráter restritivo dessa política possa permitir a volta do crescimento no contexto de *stop and go*. Essa última hipótese estaria condicionada à possibilidade dos processos engendrados por essas políticas constituírem-se eles próprios, obstáculos ou, de mudanças do cenário externo, mesmo moderadas, mas cada vez mais prováveis, reforçarem sua histerese.

Para examinar essa hipótese, o boletim traça a evolução recente da economia internacional

assinalando os principais fatores de risco à continuidade do cenário benigno e à redução da vulnerabilidade externa. A dinâmica da economia doméstica é avaliada adicionalmente, a partir dos resultados produzidos pela política de desinflação. Por fim, discute-se o impacto conjunto do cenário internacional, e da política macroeconômica, sobre a trajetória do crescimento e seus fatores determinantes, os quais encontram-se também condicionados pela reorientação em políticas setoriais específicas.

### Economia internacional: desequilíbrios renovados

As recentes projeções de organismos internacionais como FMI e OCDE confirmam o prognóstico de desaceleração moderada da economia internacional. Esse perfil é todavia bastante condicionado pelo desempenho da Ásia em desenvolvimento pois, não fora ele, a taxa de crescimento global teria desaceleração pronunciada. O eixo central do dinamismo é o que liga a economia americana à chinesa e daí para os elos sucessivos, o intra-asiático e desse último para a periferia produtora de matérias-primas. Dessa forma, a sustentação do crescimento em patamares ainda elevados deve-se a estabilidade do crescimento chinês, ante a desaceleração, menor nos EUA e mais acentuada no Japão e União Européia.

Convém notar, outrossim, que a preservação do crescimento da China, por suas particularidades, se faz com redução dos efeitos irradiadores sobre as demais economias. Isto porque a estabilidade do crescimento do PIB chinês mascara um fato crucial, qual seja, a forte redução do investimento nessa economia. Um longo período de aumento do investimento, durante o qual chegou a incrementos acima de 40% ao ano, terminaram por engendrar um excesso de capacidade de produção em vários segmentos, e cuja digestão demandará algum

tempo. Isto obviamente não significa desaceleração no sentido tradicional, ou seja do produto corrente, mas implica menor efeito irradiador sobre as economias das quais a China importa máquinas e equipamentos. Outro aspecto do desenvolvimento recente na China é a redução do coeficiente importado em razão da entrada em operação de plantas produtoras de commodities industriais. (Ver SEÇÃO I)

Essas modificações no ritmo e padrão de crescimento da China somam-se à desaceleração global para conjuntamente imprimirem menor dinamismo ao comércio internacional. As taxas projetadas de crescimento para 2005 e 2006 correspondem a 2/3 da observada em 2004. Isto em termos de volume pois, em valor, a diferença deverá ser ainda maior devido à redução de preços. Esta última aliás já ocorreu no importante segmento de componentes e aparelhos eletrônicos refletindo o ritmo elevado de incorporação de progresso técnico, a severa concorrência e a desaceleração do crescimento nas economias desenvolvidas.

No segmento de commodities, apesar do índice de preços agregado oscilar em torno de um patamar estável, desde o início de 2005, observa-se uma divergência na trajetória das cotações dos vários subgrupos. As commodities metálicas e petróleo ainda demonstram algum fôlego na escalada de preços, enquanto os grãos e óleos, declinaram significativamente. Esse comportamento reflete tanto a desaceleração do crescimento nos países desenvolvidos – ainda responsáveis por cerca de 2/3 das importações de matérias-primas – quanto a manutenção do ritmo elevado de expansão do produto corrente na China, país largamente consumidor de commodities metálicas e petróleo.

Para vários países em desenvolvimento, o impacto positivo da China no comércio de matérias-primas metálicas e petróleo, está sendo

contrabalançado pela sua crescente concorrência nos mercados importadores de manufaturas, intensivas em escala como o aço, ou em mão de obra, como têxteis e calçados. Por essa razão, a persistência dos benefícios do crescimento do comércio para os emergentes dependerá das respectivas pautas de importação e exportação. Os maiores beneficiários continuarão a ser os grandes exportadores de commodities metálicas ou minerais cujas fontes de produção são monopolizáveis. Nos demais, a elevação dos preços do petróleo, queda de preços nas demais commodities e intensificação da concorrência chinesa deverá deteriorar as relações de troca e os saldos comerciais. (Ver SEÇÃO I)

Um condicionante de grande relevância quanto à trajetória do crescimento, do PIB dos vários países e do comércio internacional, diz respeito a evolução do preço do petróleo e sua possível majoração ainda maior. Seu impacto incidirá principalmente nos países asiáticos, exatamente aqueles que tem sustentado a taxa de crescimento global num nível elevado, constituindo um fator adicional de desaceleração.

Mais importante do que o crescimento da Ásia em desenvolvimento e, da China em particular, para a manutenção do cenário internacional benigno será o comportamento da economia americana. Tanto por ser o “consumidor em última instância” e, portanto, influir decisivamente no ritmo de crescimento global, quanto por definir o alcance e duração do ciclo de liquidez a performance da economia americana será crucial. Da perspectiva dos países emergentes interessa sobretudo a intensidade e direção do ciclo de liquidez cujo pico parece ter sido atingido, com os fluxos de capitais para esses países superando, em valores, os do auge anterior, de 1996-97, e se fazendo acompanhar de um patamar de prêmios de risco inferior ao deste último pico. (Ver SEÇÃO I)

O ponto focal da discussão é o comportamento da taxa de juros americana ou mais particularmente do espectro de taxa de juros, a curva de rendimentos (*yield curve*) relativa ao risco zero do sistema, ou seja ao Tesouro americano. A permanência da taxa de juros dos *treasuries* de longo prazo em patamar estável, entre 4% e 4,5% ao ano, a despeito das contínuas elevações da taxa curta pelo FED, desde meados de 2004, tem exacerbado a procura por títulos de maior rentabilidade e risco por parte dos investidores. É essa uma das razões a explicar a preservação da diversificação de portfólios em direção a vários outros ativos, incluindo os títulos soberanos da periferia, vale dizer, a busca por rendimentos (*search for yield*). Ou seja, apesar da ampliação contínua das taxas de curto prazo, a não elevação da taxa longa motivou a continuidade da diversificação dos portfólios em direção a ativos de maior risco e rentabilidade.

Esse movimento iniciou-se com a redução da *policy rate* pelo FED em 2001, e espalhou-se por vários mercados – ações, imóvel, bônus corporativos, bônus de emergentes, commodities - podendo ser caracterizado como uma bolha de preços de ativos. O seu caráter inusitado está na sua permanência apesar da elevação contínua da taxa de juros de curto prazo após meados de 2004 cujo efeito esperado seria a diminuição das margens para arbitragem e ampliação da aversão ao risco, acarretando a liquidação de posições nos mercados de ativos mais arriscados. Dito de outra maneira, o contínuo aumento da taxa de curto prazo, apesar de ter produzido alguma redução da alavancagem não alterou substancialmente o estado da preferência pela liquidez o que se expressa numa curva de rendimentos na qual o diferencial entre juros curtos e longos é cada vez menor.

As razões para essa situação devem-se portanto a baixa preferência pela liquidez, ou nos termos do Sr. Greenspan a manutenção de baixos

*interest rate term premiums*, ancorada em dois tipos distintos de postura. De um lado, está a prevalência do sentimento baixista da maioria dos investidores, para os quais, a elevação das taxas de juros de curto prazo é passageira e deverá se reverter adiante. De outro, os investidores para os quais as alterações de taxas de juros de curto e, de longo prazo, não têm importância pois adquirem os títulos por outras razões para além do ganho de capital. Os primeiros são os investidores privados os segundo os públicos, em particular os Bancos Centrais dos países asiáticos em desenvolvimento. Ambos, por razões distintas, ao decidirem manter os títulos de longo prazo em carteira evitam, o *sell off* e o aumento da taxa de juros longa.

Há limites para a manutenção da taxa de juros de longo prazo resultante da situação descrita acima. O próprio aumento da taxa de juros de curto prazo é um deles. A redução do diferencial implica em desequilíbrios patrimoniais para os agentes que financiam posições descasando prazos vale dizer, bancos e intermediários financeiros. Ou seja, se a taxa de curto prazo continuar se elevando, eles incorrerão em prejuízos crescentes, exceto se buscarem aplicações de retorno e risco ainda maiores, o que não parece provável. Em outras palavras, a continuidade da política restritiva forçará a elevação da taxa longa. Nesse processo, acabará por ocorrer o aumento do retorno dos títulos de menor risco como os *treasuries* de 10 anos, caindo, em contrapartida, a atratividade dos ativos de maior risco e dando ensejo a desinflação da bolha.

As considerações anteriores sugerem a indagação do por que as taxas de juros curtas (*policy rates*) comandadas pelo FED continuarão a subir? A razão é dupla: a persistência do aumento de preços de bens e serviços e a ampliação dos preços dos ativos com destaque para a bolha imobiliária, isto é, a dupla inflação. No caso dos bens e serviços os aumentos de preços foram

concentrados em energia, mas, a intensidade do choque sugere riscos de sua disseminação. É muito provável que o atual ritmo de crescimento da economia americana não possa ser acelerado, o que seria uma decorrência do relaxamento da política monetária, pois o choque de oferta oriundo do aumento dos preços do petróleo pode se propagar. Os dados dos preços ao produtor indicam pressões de custos importantes ao longo da cadeia produtiva. Nos últimos anos essas pressões foram anuladas pelos ganhos de produtividade mas, principalmente pela redução de margens de lucro, em particular, daqueles produtores localizados fora dos EUA. O tamanho do choque e o processo prévio de contração de margens indicam que há limites para a continuidade desse processo.

Por sua vez, há indicações de que a bolha imobiliária tem se inflado ainda mais como demonstra a ampliação do número de hipotecas e o prosseguimento do aumento dos preços dos imóveis. O desinflar dessa bolha estaria na dependência do aumento da taxa longa, parâmetro utilizado para definir o custo dos financiamentos. Há assim uma razão adicional, talvez a principal, para o FED persistir na subida da taxa curta: o ciclo de preços de ativos. No último ano as referências dos membros do FED, incluindo o Sr. Greenspan, à bolha imobiliária tem sido recorrente, indicando uma crescente preocupação com a mesma. (Ver SEÇÃO I)

O impacto dessas bolhas de ativos na determinação da performance da economia americana tem sido significativo. O mecanismo básico é o chamado efeito riqueza. A ampliação da riqueza induz ao aumento do gasto, com base em dívidas contratadas a taxas de juros muito baixas. As indicações são de que esse processo acentuou-se no período recente pois, ampliaram-se os níveis de endividamento das famílias. A bolha imobiliária, mais do que outra qualquer tem a

capacidade de levar ao limite esse mecanismo. Em primeiro lugar, por que é mais disseminada em razão do maior número de famílias proprietárias. Em segundo lugar, pelos mecanismos particulares através do qual permite ampliar os gastos com destaque para o *equity-extraction*. O desinflar da bolha imobiliária é todavia, um processo complexo que pode conduzir a distúrbios financeiros de maior profundidade e também a flutuações da renda mais exacerbadas.

A questão mais relevante a assinalar quanto à economia americana é que são os fatores domésticos os determinantes centrais do movimento da política econômica. Isto contudo não significa minimizar os impactos dessas medidas nos desequilíbrios externos. A elevação das taxas de curto prazo, por exemplo, têm promovido uma revalorização do dólar ante as principais moedas, o Yen e o Euro, ampliando os desequilíbrios em conta corrente da economia americana. Cabe lembrar que essas duas economias, Japão e Eurolândia são responsáveis por cerca de metade do déficit em transações correntes americano com o resto do mundo. Isto implica na manutenção do ritmo de ampliação do passivo externo líquido da economia americana, cuja consequência pode ser exacerbar as pressões sobre a taxa de juros longa. Isto porque a conversão desses saldos de transações correntes em aplicações de longo prazo, obedece, no caso dessas economias a critérios de mercado.

Ainda na frente externa tem sido crescente a pressão do Tesouro e das autoridades americana para uma valorização do Yuan e das demais moedas asiáticas. Como assinalado no último boletim, os efeitos práticos dessa apreciação sobre o déficit corrente americano pode ser pouco expressivo em razão do *global sourcing* e, ademais, pode ampliar a pressão inflacionária nos EUA pois parte expressiva da oferta industrial desse país encontra-se na Ásia em desenvolvimento. De

qualquer modo, a continuidade da “especulação favorável” presente na ampliação dos capitais de curto prazo direcionados para a China indica a manutenção, por parte do mercado, da aposta na valorização da moeda chinesa. (Ver SEÇÃO I)

Uma reversão do cenário internacional benigno afetará de maneira diferenciada os países emergentes. Desse ponto de vista cabe considerar que tomado o conjunto desses países a situação é atualmente menos vulnerável quando comparada à da crise de 1997-98. Isto decorre da posição superavitária em conta corrente observada na maioria, mas com exceções significativas, como são os casos do México, Turquia, Romênia e Hungria. Ademais as magnitudes dos superávits em transações correntes são muito distintas. Assim, enquanto a América Latina deverá obter um saldo de US\$ 21 bilhões em 2005, a Ásia em desenvolvimento produzirá um superávit de US\$ 210 bilhões; a Rússia, US\$ 105 bilhões. Além da magnitude há ainda a considerar as condições diferenciadas quanto a sustentabilidade desses superávits.

Já foi assinalado que no comércio, as pautas de exportação e importação serão as variáveis centrais para definir a posição da conta corrente, ante uma desaceleração de volume combinada com queda desigual de preços. Quanto ao ciclo de liquidez sua reversão também produzirá situações diferenciadas. O peso dos capitais de curto prazo tem sido menor na Ásia em desenvolvimento, pelo menos desde a crise de 1997-98, embora haja nos anos pós 2001 uma aposta de valorização das moedas da área, centrada em ampliação dos fluxos de curto prazo, que poderá criar alguma turbulência cambial amenizada por uma forte posição em reservas. No caso da América Latina e, particularmente, no Brasil, o elevado diferencial de taxas de juros continuou a atrair capitais especulativos. A baixa posição de reservas líquidas também torna essas economias mais

vulneráveis no curto prazo embora a redução da dívida e o novo patamar de exportações tenham melhorado a solvência. (Ver SEÇÃO I)

### **A redução da vulnerabilidade externa**

Uma das conseqüências importantes do cenário internacional benigno foi a redução da vulnerabilidade externa, apesar de assimétrica pois concentrada na dimensão de solvência, vale dizer no longo prazo. No aspecto de liquidez ou de curto prazo essa diminuição foi menos efetiva, em parte devido a política macroeconômica, ou seja, juros elevados e forte apreciação cambial, mas também em razão do aprofundamento da liberalização financeira. Essa última, eliminou as restrições ainda existentes a aquisição de moedas e outros ativos estrangeiros por parte de residentes no Brasil, (*inward transactions*), completando o ciclo de liberalização iniciado no governo Collor e aprofundado na era FHC. Do ponto de vista prático, ampliou a demanda potencial por divisas passível de ser exercida em momentos de estresse cambial ou de distinta combinação de preços-chave.

No plano dos resultados, as contas do balanço de pagamentos até setembro de 2005 indicam um padrão aparentemente semelhante ao de 2004 porém, com algumas modificações muito significativas. Apesar de, em ambos os anos, as transações correntes serem as responsáveis pelo saldo positivo, observa-se em 2005 a volta da contribuição dos financiamentos voluntários indicando a retomada do ciclo de absorção de capitais na órbita do setor privado. Ou seja, embora o resultado global do balanço de pagamentos indique um superávit, resultante de um saldo positivo em transações correntes e déficit na conta financeira, isto não traduz as importantes distinções entre 2004 e 2005. (Ver SEÇÃO II)

As inovações metodológicas na apresentação das contas do balanço de pagamentos obscurecem as mudanças ao não explicitarem as transações do setor público e do setor privado. Excluídas as operações do setor público, sejam as de regularização, ou as de compras de divisas para o Tesouro realizadas pelos bancos oficiais a conta capital e financeira do setor privado apresentou saldo positivo de US\$ 10 bilhões, valor muito próximo do saldo de transações correntes, em torno de US\$ 11 bilhões. Essa constatação possui uma dupla implicação: desde logo põe por terra a idéia de que a apreciação da taxa de câmbio decorreu preponderantemente da posição de transações correntes. Por sua vez, leva a concluir que a forte entrada líquida de capitais voluntários, atraídos pelo diferencial de juros, voltou a aumentar o passivo externo líquido do setor privado embora tenha permitido reduzir o do setor público. A combinação dessa última tendência, com a desaceleração do crescimento das exportações, tem mantido estável, sem melhoria adicional, o indicador de solvência do país.

A persistirem os fatores assinalados acima, as indicações são de deterioração da situação de solvência. A combinação da desaceleração do ritmo de crescimento do comércio internacional e, dos preços de commodities, com o acirramento da concorrência chinesa, ante as particularidades da pauta de exportação brasileira e a apreciação da taxa de câmbio, devem reduzir o crescimento das exportações. Há ademais fatores conjunturais que explicam o excepcional desempenho das exportações, como a elevada taxa de juros que tem implicado um descolamento entre o movimento de câmbio e o fluxo físico das exportações. Ou seja, tem havido antecipação no fechamento do câmbio para aplicação do contra valor em reais, a taxas de juros elevadas. A mudança na combinação câmbio-juro, vale dizer, redução da taxa básica e desvalorização, deverá produzir uma

inversão das relações entre movimento de câmbio e fluxo físico como já observado após a reversão da política monetária. Como decorrência, a eliminação desse componente financeiro explicitará o crescimento mais lento das exportações.

A situação de liquidez externa deteriorou-se moderadamente após meados do ano quando olhada pelo indicador amplo. Isto porque apesar da ampliação das reservas líquidas, que constituem o denominador do indicador, houve ampliação do numerador, em razão do aumento da parcela da dívida externa vencível a curto prazo e do estoque de investimentos de portfólio. A ampliação das reservas em cerca de US\$ 10 bilhões contribuiu para a sua estabilização contudo, as aquisições do Banco Central concentraram-se no primeiro trimestre do ano e foram descontinuadas em razão da estratégia deliberada de deixar apreciar a taxa de câmbio para combater a inflação. A retomada das aquisições em setembro deve contribuir para a estabilização da situação de liquidez quando olhada pelo indicador convencional. (Ver SEÇÃO II)

Embora a aparência seja de estabilidade na situação de liquidez é possível indicar sua deterioração quando se consideram as operações virtuais envolvendo a taxa de câmbio. O ponto central é a sua expressiva apreciação decorrente em parte, das elevadas taxa de juros, que acarretaram uma aposta na continuidade da sua valorização. Esse processo especulativo utilizou basicamente os instrumentos derivativos nos quais os fluxos efetivos de divisas são reduzidos, pois constituem por natureza operações alavancadas. Diante do volume de posições, dificilmente será possível evitar desvalorizações bruscas da taxa de câmbio quando a aposta se inverter ou seja, quando o diferencial de taxas de juros interno-externo atingir patamar mais baixo.

Isto pode se verificar por duas razões concorrentes: pelo relaxamento da política monetária doméstica e pela reversão do ciclo de liquidez cujo efeito será a redução desse diferencial.

Um dos temas centrais do ajuste do setor externo brasileiro tem sido o dos determinantes da apreciação do real. Segundo a interpretação ortodoxa esta valorização teria decorrido sobretudo de fatores reais, mais precisamente, do expressivo saldo em transações correntes. Há alguma razão nessa afirmação mas ela necessita ser considerada à luz do ocorrido nas outras dimensões das contas externas. É necessário levar em conta tanto o significativo saldo produzido pela conta financeira de responsabilidade do setor privado, quanto os impactos das operações de derivativos na taxa de câmbio estas últimas com efeito pouco expressivo nos fluxos efetivos de divisas. (Ver SEÇÃO II)

A tese ortodoxa parte da constatação dos ganhos nas relações de troca do país nos últimos 30 meses, cujo efeito foram os expressivos saldos da balança comercial e em transações correntes. Isto teria implicado na apreciação nominal da taxa de câmbio, necessária para que o aumento de preços dos bens exportáveis em dólar não se transmitisse aos preços denominados em moeda local. Em resumo a apreciação do real seria necessária para evitar, no plano doméstico, uma mudança ainda maior de preços relativos conduzindo à deterioração do poder de compra dos salários. Uma primeira contestação a esta tese ancora-se na verificação de que os ganhos de relações de troca para a economia brasileira, nos últimos trinta meses, atingiram apenas 3% e estão longe de justificar a apreciação do real. (Ver SEÇÃO II)

Além da magnitude dos ganhos, há a considerar a permanência das mudanças de

preços relativos e as alternativas da política econômica para enfrentá-las. O pressuposto da tese favorável à apreciação da taxa de câmbio é, como assinalado acima, que esta tenha se devido a fatores reais, como a mudança de preços relativos e, ademais, que sejam de caráter permanente. Se essas modificações forem apenas circunstanciais ou cíclicas, a nova mudança de preços relativos, no caso um declínio dos preços dos bens comercializáveis, exigirá uma desvalorização da moeda local. Assim, para enfrentar uma melhoria cíclica das relações de troca o melhor seria não permitir a apreciação da moeda local. Para isto haveria duas opções, uma com custo para o Tesouro, via aquisição do excedente de divisas e outra sem custo, através da constituição de um fundo de estabilização por meio da tributação das exportações. Vários países como o México, a Rússia e a Argentina seguiram esse último caminho.

#### **Os custos da desinflação**

Após maio de 2005, a estratégia de controle da inflação posta em prática pelo Banco Central parece ter logrado sucesso com os declínios sucessivos do IPCA e, na seqüência, com a convergência das expectativas inflacionárias para a meta estabelecida para o ano, embora as primeiras ainda se mantenham ligeiramente acima desta última. Além de avaliar como esse processo de declínio da inflação ocorreu cabe também analisar as implicações dessa estratégia, assentada em taxas de juros elevadíssimas e na decorrente apreciação da moeda nacional, sobre vários aspectos da atividade econômica e do comportamento dos mercados financeiros.

Essa combinação de taxas de juros e câmbio, utilizada para reduzir a inflação, teve efeitos disseminados como por exemplo sobre as decisões de gasto ou a trajetória da dívida pública, a serem examinados adiante. Por enquanto cabe

explicitar como influenciou a inflação e os mercados financeiros, inclusive o de crédito. No que tange à inflação cabe assinalar o papel crucial da taxa de câmbio na sua trajetória. Num primeiro momento, até abril de 2005, a apreciação do real impede a passagem integral do choque de preços externos para aqueles denominados em real, vale dizer atenua o choque externo. Após esse mês, a continuidade da apreciação com a queda de preços de commodities relevantes acarreta a deflação nos preços por atacado e o sucessivo declínio dos preços ao consumidor. (Ver SEÇÃO III)

Não é demais enfatizar a centralidade da taxa de câmbio, e do choque exógeno, na determinação da desinflação visível, por exemplo, na precedência da desaceleração dos preços por atacado ante os preços ao consumidor. Face ao peso decisivo dos fatores exógenos a desaceleração da demanda agregada tem papel secundário nesse processo. Isto é detectável na trajetória do IPCA, pois, até abril de 2005, o índice cheio corre à frente dos núcleos (médias aparadas e núcleo por exclusão) indicando a prevalência de choques, invertendo-se a posição após essa data. Uma indicação adicional da menor relevância da demanda agregada na definição do aumento de preços aparece no comportamento estável dos preços dos serviços, ao longo do ano.

A combinação de uma melhoria das contas externas, incluindo o aparecimento do superávit em transações correntes, com uma política de metas inflação cuja prática tem sido taxas de juros muito elevadas desencadeou um amplo processo especulativo. No contexto anterior o aumento sucessivo das taxas de juros desde setembro de 2004 ampliou o diferencial de taxas de juros interno-externo num quadro de crescente liquidez internacional ocasionando a atração de capitais especulativos. Adicionalmente essa atração desencadeou também uma aposta na valorização

subseqüente da moeda doméstica, sancionada pela postura do Banco Central para o qual a apreciação do real compunha a estratégia de desinflação. (Ver SEÇÃO III)

Este processo especulativo se fez em grande medida através da utilização dos derivativos, vale dizer, sem aporte efetivo de divisas e com impacto nos preços, ou seja, na taxa de câmbio. O processo de elevação das taxas de juros, por si só, determinou uma apreciação da taxa de câmbio corrente descontadas as taxas futuras então prevaletes. A aposta adicional da apreciação somada ao crescente patamar de juros trouxe as taxas de câmbio correntes para um patamar ainda mais baixo. As indicações são de que essas operações cambiais foram “travadas” nos mercados de moeda internacional através dos NDFs. Um aspecto essencial do processo é que a reversão das taxas de juros implicará, dado o espectro de taxas de câmbio futuras, uma desvalorização da taxa presente. Esse movimento pode se tornar cumulativo ante a mudança de aposta nas taxas de câmbio futuras.

O mercado de crédito parece ter sofrido menos o impacto dos sucessivos aumentos da taxa de juros básica da economia mas há indicações de reversão desse quadro. Nos financiamentos com recursos livres a concessão acumulada de novos créditos expandiu-se em 12 meses a uma taxa de 20,5% mas desacelerou no ano, ainda mais no trimestre e reduziu-se em Setembro. Isto ocorreu tanto para pessoas físicas quanto para jurídicas embora para essas últimas a desaceleração e a posterior queda tenham sido ainda mais acentuadas. Ademais, nas várias modalidades de crédito esse perfil prevalece, com umas poucas exceções.

Como interpretar os dados anteriores? Pode-se afirmar que o ciclo de crédito recente atingiu o seu auge e irá desacelerar mesmo ante



um redução da taxa básica de juros? Em que medida estamos diante de uma reversão do comportamento dos bancos privados? Para responder essa pergunta é necessário considerar que o ciclo de crédito recente foi viabilizado tanto por um baixo patamar de endividamento das famílias quanto por uma ampliação das garantias aos bancos, reduzindo riscos e ampliando a lucratividade. Isto todavia ocorreu com taxas de juros elevadas em todas as modalidades. A combinação entre alta taxa de juros e estagnação dos rendimentos constitui um limite implícito a continuidade da expansão. De um lado porque limita o crescimento da demanda e de outro porque induz os bancos a desacelerarem a oferta diante dos riscos de aumento da inadimplência. (Ver SEÇÃO III)

Os bancos definiram uma estratégia clara de ampliação de crédito concentrando suas concessões nas pessoas físicas. Em razão do surgimento do crédito consignado houve uma ligeira redução dos *spreads* no total do crédito dirigidos a esse segmento. Essas linhas porém, possuem *spreads* médios cerca de duas vezes superiores aos daqueles destinados às pessoas jurídicas. Assim o deslocamento, na margem, do crédito da pessoa jurídica para a física ampliou a lucratividade dos bancos. Além disso como as modalidades que mais se expandiram foram as do crédito consignado e aquisição de bens os riscos foram contidos. Note-se porém que a ampliação dessas carteiras específicas tem seus limites dentro dos princípios de diversificação de risco constituindo uma razão importante para a desaceleração do ciclo de crédito.

A sustentação da oferta de crédito pode encontrar apoio nas linhas de crédito direcionadas. Estas de fato por estarem fundadas em exigibilidades e possuírem taxas de juros favorecidas não estão sujeitas as mesmas condições de oferta e demanda do crédito livre. De qualquer modo é necessário salientar que esse

tipo de crédito teve crescimento inferior àquele com recursos livres quando comparadas as evoluções de volume. Os três segmentos principais – Habitação, Rural e BNDES – apresentaram crescimento expressivo nos volumes de crédito concedidos. Esses financiamentos, concentram-se largamente em instituições públicas que apresentaram acréscimo expressivo na concessão de novos créditos nessas áreas. Mas há indicações de que esse crescimento oriundo dessas instituições foi concentrado e compensado pela contração nas demais modalidades.

Dado esse perfil da oferta de crédito dificilmente uma contração ou forte desaceleração das concessões no setor privado, poderá ser compensada pela ampliação do crédito direcionado, ou pelas instituições públicas de fomento. Em síntese, a principal responsável pela variação cíclica é o sistema privado e o setor público ou o crédito direcionado, que muitas vezes se confundem, atuam de maneira compensatória ou expandindo algumas modalidades particulares.

### **O constrangimento as finanças públicas**

Uma consequência inequívoca da elevação das taxas de juros é o seu impacto na dívida pública em razão do perfil peculiar dessa dívida da qual uma parcela expressiva tem sua remuneração atrelada á taxa de juros *overnight*. Esse é aliás uma dos aspectos cruciais da dívida pública o qual associado à grande concentração de vencimentos no curto prazo a faz muito sensível ao manejo da política macroeconômica.

Tem sido crescente o questionamento de diversos economistas quanto ao perfil da dívida pública brasileira. De acordo com essa interpretação, nada justificaria a indexação dos títulos públicos à taxa de juros referencial. Isto seria um resquício do período da hiperinflação durante a qual, a contínua subida de preços,

inviabilizava a venda de títulos públicos com taxas pré-fixadas. Isto porque havia sério risco de descolamento entre a remuneração desses títulos e as captações para realizar o carregamento dos mesmos. Boa parcela do risco advinha da constante elevação da taxa de juros nominal. Para sanar o problema não só os prazos foram encurtando como também criou-se um título indexado à taxa de juros do *overnight*.

Para os críticos o atual ambiente de estabilidade inflacionária dispensaria esse expediente. Assim, uma das tarefas essenciais seria separar a gestão da dívida pública da política monetária, através da formação de uma curva de juros o que suporia a troca do estoque de títulos indexados à taxa referencial por títulos pré-fixados. A idéia, aparentemente correta enfrentaria sérios obstáculos decorrentes da instabilidade macroeconômica e mais particularmente da volatilidade dos preços básicos, câmbio e juros.

A volatilidade desses preços macroeconômicos traduz a ausência de estabilidade monetária, e introduz um elevado risco de preço para os títulos com taxas de juros pré-fixadas. Assim, só em circunstâncias especiais como a atual, na qual é praticamente certo a queda dos juros durante curto período, há uma demanda firme por títulos pré-fixados.

Por conta desse perfil da dívida pública a elevação das taxas de juros praticada após setembro de 2004 teve impacto significativo nas necessidades de financiamento do setor público. Nos últimos 12 meses, a carga de juros retornou para valores em torno de 8% do PIB. Apesar do aumento do superávit primário para 5% o déficit nominal ampliou-se atingindo 3% do PIB. O resultado último foi uma ampliação da dívida pública tanto em valor como em percentagem do PIB após maio de 2005, movimento atenuado pela apreciação do real. (Ver SEÇÃO IV)

Um dado crucial quanto a dívida refere-se a sua crescente concentração na dívida mobiliária. Ademais aumentou também o peso da dívida com vencimento em prazo curto. Essas modificações de certo modo questionam a tese da melhora do seu perfil como decorrência da redução da parcela indexada ao câmbio. Isto porque o prazo curto permitirá a troca pelo indexador que os detentores de títulos julgarem o mais adequado em momentos de exacerbação da instabilidade macroeconômica.

As contas do Governo Central mostram que a obtenção do superávit primário seguiu o padrão tradicional de ampliação simultânea das receitas e despesas com diferencial em favor das primeiras. Estas aumentaram em razão da carga tributária - de cerca de 1 ponto percentual - e da elasticidade ante o crescimento do PIB. Já nas despesas observa-se a continuidade do declínio dos gastos com Pessoal em favor das despesas de custeio e capital. O dado positivo na composição das despesas é o aumento dos gastos com investimento mas que permanecem ainda num patamar insuficiente. (Ver SEÇÃO IV)

A volta da ampliação da dívida pública após maio de 2005, atenuado em setembro pela valorização cambial, e o padrão de obtenção do superávit primário por meio do aumento mais que proporcional das receitas ante as despesas tem suscitado um importante debate acerca dos mecanismos para reduzir simultaneamente a dívida e a carga tributária. A proposta mais recente de autoria do Ministério do Planejamento propõe o estabelecimento de um teto para as despesas, exclusive juros e transferências, em 17,5% do PIB e sua redução progressiva de 0,1 ponto percentual ao ano. Em adição propõe-se também uma desvinculação adicional das receitas da União de 15 pontos percentuais, ampliando-a a DRU de 20% para 35% das receitas. Assim, durante a sua vigência o excesso de arrecadação

será utilizado para abater dívida. Ao cabo do processo uma reformulação da carga tributária poderá também ser efetivada, para compatibilizá-la com o menor nível de despesas.

O aspecto negativo a destacar na proposta é a perda de discricionariedade da política fiscal nela implícito. Isto significará por exemplo sacrificar definitivamente qualquer elemento anti-cíclico da política diante de uma redução do PIB. Pode-se todavia argumentar que para os atuais níveis de endividamento público o caráter anticíclico da política fiscal é letra morta. O essencial portanto seria a sinalização do limite aos gastos e carga tributária e ainda a preservação de um elevado superávit primário. Ou seja, no fundo está se propondo um novo padrão de política fiscal como menos discricionariedade e comprometimento simultâneo com a redução da dívida, gastos e despesas públicos. Esquece-se todavia na proposta o essencial: o caráter determinante da taxa de juros na trajetória da dívida pública.

### **A desaceleração do crescimento**

As expectativas unânimes de desaceleração do crescimento em 2005 estão fundadas sobretudo nos impactos negativos da política macroeconômica vale dizer, na combinação de juros muito altos com apreciação do câmbio, utilizados como estratégia de desinflação. Há fatores compensatórios, mas de fôlego cada vez menor, como a continuidade do crescimento das exportações, embora a taxas declinantes, ou o aumento do consumo, largamente dependente do crédito, num quadro de renda real estagnada e desaceleração do crescimento da ocupação e da massa salarial. Nesse contexto a política de desenvolvimento vai perdendo força e assume caráter compensatório. (Ver SEÇÃO V)

O aumento da taxa de juros tem um efeito deletério sobre o investimento na medida em que amplia seu custo de oportunidade ao oferecer

remuneração mais elevada para ativos líquidos e com alta rentabilidade como a dívida pública. Diante disso um conjunto de projetos é postergado concentrando-se o investimento naqueles de maior rentabilidade ou de retorno mais rápido. Ademais ao implicar a valorização da moeda local a elevação das taxas de juros também torna menos atrativos os investimentos em bens comercializáveis. Por essas razões, não parece plausível admitir que de agora em diante, e sob o impacto do calendário eleitoral, cujo efeito principal é a exacerbação de incertezas, o investimento apresente uma recuperação sistemática.

Os dados empíricos relativos ao segundo trimestre de 2005 parecem estar em contradição com as afirmações acima pois mostram uma volta do crescimento do investimento após dois trimestres de declínio. Uma avaliação do comportamento da demanda agregada neste período mostra que a retomada do crescimento do PIB deve-se exatamente ao desempenho do investimento e em menor escala ao consumo. (Ver SEÇÃO V)

A explicação principal para o comportamento do investimento deve considerar, quanto a parcela privada, o aproveitamento de uma janela de oportunidade criada pela apreciação do real. Um conjunto de investimentos, diferidos no tempo, foram antecipados pois envolviam a importação de equipamentos cujos preços caíram significativamente com a valorização do real. Os dados sobre consumo aparente de bens de capital dão sustentação à afirmação anterior pois mostram uma estagnação da produção local de máquinas e equipamentos e uma ampliação das importações.

A análise detalhada da produção doméstica de bens de capital revela um comportamento divergente segundo subsetor. Aqueles segmentos

vinculados a atividade produtiva, agricultura e indústria, mostram queda ou desaceleração. Já naqueles direcionados para a infra-estrutura, em particular para energia ou para as exportações, o crescimento se mantém. Isto significa que a desaceleração da produção doméstica foi atenuada por programas específicos de investimento dependente de gastos das estatais ou da regulação pública, como a energia e, ainda pelo dinamismo das exportações de material de transporte.

As exportações líquidas continuaram sendo um fator essencial na sustentação do crescimento embora o saldo crescente venha sendo obtido com uma desaceleração significativa das exportações ante uma desaceleração ainda maior das importações além dos fatores financeiros assinalados na discussão do balanço de pagamentos. A avaliação do quadro internacional indica que será pouco provável contar com a intensidade do dinamismo oriundo do cenário internacional observado no último triênio. Como decorrência pode-se concluir por um papel menos positivo do saldo comercial na sustentação da demanda agregada.

Um dos fatores centrais da aparente retomada do crescimento foi a ampliação do consumo das famílias. Embora essa ampliação tenha sustentado um ritmo de crescimento ampliado na indústria produtora de bens de consumo, é na produção de duráveis que o dinamismo foi acentuado com crescimento três vezes superior ao da média da indústria. Por trás desse desempenho esteve a forte ampliação do crédito já assinalada anteriormente, em particular, aquele dirigido à aquisição de bens. (Ver SEÇÃO V)

As possibilidades de sustentação desse crescimento do consumo fundado no aumento do crédito deve ser posta em questão. Isto por que o consumo financiado a crédito representa uma

antecipação de poder de compra. Diante da estagnação da renda e de elevadas taxas de juros essa antecipação perde força. Por sua vez a parcela do consumo dependente diretamente da renda tem sido afetada pela redução do crescimento da massa salarial, em decorrência da desaceleração da ocupação e da continuidade da estagnação dos rendimentos.

Num quadro de desaceleração comandado pela política macroeconômica e de reversão do cenário internacional benigno a política de desenvolvimento, seja a de crédito direcionado ou de investimentos públicos dirigidos a determinadas áreas tornam-se impotentes para imprimir uma dinâmica distinta à economia. Neste contexto é muito provável o aprofundamento da desaceleração.