

INTRODUÇÃO

O paradoxo da credibilidade

Luiz Gonzaga Belluzzo

Ricardo Carneiro

A opção do Governo Lula de condicionar a política econômica à construção e consolidação da credibilidade junto aos mercados financeiros já mostra maturação suficiente para ser avaliada. De um ponto de vista conjuntural, os resultados obtidos no plano da confiança sintetizados sobretudo no declínio do risco Brasil e determinados, em larga medida, pelo ciclo internacional, devem ser contrapostos à expressiva deterioração dos indicadores de desempenho, como produção emprego e renda.

Argumenta-se, em defesa dessa estratégia, que esse sacrifício inicial seria compensado por uma retomada sólida e consistente do crescimento fundado exatamente na maior confiança obtida junto aos mercados. Esse texto procura demonstrar que o aprofundamento da política econômica posta em prática na última década não conduzirá ao desenvolvimento. Por sua vez, a credibilidade acumulada não proporciona maior raio de manobra para a adoção de políticas econômicas alternativas. Ao contrário, induz ao aprofundamento das primeiras conduzindo ao paradoxo da credibilidade.

Há portanto uma dupla discussão realizada ao longo desse Boletim: a primeira diz respeito à inadequação *tout court* das políticas de corte liberal para promoverem o crescimento com estabilidade e distribuição de renda. A segunda, mais específica, refere-se à condução ou gerenciamento dessas políticas no primeiro ano do Governo Lula. Defende-se, nesse caso, que a postura excessivamente liberal do Ministério da Fazenda e do Banco Central estreitou os raios de manobra para uma futura mudança, reforçando o continuísmo das políticas referendando a herança da era FHC.

Sob inspiração do Consenso de Washington, o Brasil pôs em prática, desde os primórdios dos anos 90, um conjunto de políticas econômicas cujos resultados são medíocres, sobretudo quando confrontados com aqueles observados ao longo da experiência desenvolvimentista. Exceto no breve interregno de pouco mais de três anos entre 1994 e 1997 – período que coincidiu com o auge do Plano Real, e no qual o desempenho da economia pareceu retomar padrões históricos – os anos 90 e o primeiro triênio deste século caracterizam-se pela perda de dinamismo econômico e agravamento da questão social. Taxas de crescimento do PIB baixas e declinantes, ampliação recorrente do desemprego aberto e queda continuada dos rendimentos do trabalho após 1998, traduzem com fidelidade esta má performance.

O ano de 2003, primeiro do Governo Lula, não constitui uma exceção à regra. Ao contrário, estes indicadores se deterioraram ainda mais, com um crescimento do PIB próximo de zero, desemprego recorde, em torno de 13% e queda inusitada do rendimento médio do trabalho, da ordem de 15% – até Outubro (Ver SEÇÃO V). Embora estes resultados traduzam o peso de uma herança maldita, também é inquestionável a preservação, e até mesmo, o aprofundamento de políticas econômicas inspiradas pelo Consenso de Washington. Diante dessas constatações cabe indagar da possibilidade dessa estratégia ser bem sucedida ou, quais as possibilidades de chegar a bom termo um padrão de política econômica cujos maus resultados são reconhecidos até por seus formuladores?¹

Para abordar esses assuntos esta Introdução avalia várias dimensões do desenvolvimento recente. Inicialmente faz-se um paralelo entre a inserção asiática e a latino-americana assinalando

¹ A avaliação crítica das políticas originais do Consenso de Washington, da sua incapacidade em promover o crescimento com distribuição de renda e, a tentativa de sua reformulação reafirmando os princípios liberais encontra-se em: Kuczynski, P. P., Williamson, J. *After the Washington Consensus (Restarting Growth and Reform in Latin América)*. Washington, DC: Institute for International Economics, Mar. 2003.

as fragilidades dessa última. Para um aprofundamento desta questão examina-se, para o caso brasileiro, o legado da herança maldita, ressaltando o caráter precário de vários indicadores, em especial quando comparados àqueles vigentes no início dos anos 90, quando ganhou ímpeto o experimento liberal. Aborda-se em seguida a inadequação das políticas muitas delas já testadas e tendo demonstrado sua ineficácia para promover o desenvolvimento. Essa combinação de inserção estrutural precária, herança maldita e inadequação das políticas produzem uma situação de alto risco e probabilidade de fracasso da atual política econômica do Governo Lula.

Dimensões estruturais da integração

No primeiro boletim da série *Política Econômica em Foco* chamamos a atenção para a morfologia e dinâmica do processo de internacionalização produtiva e financeira deflagrado com a elevação das taxas de juros nos Estados Unidos em 1979. Destinava-se esta providência, a resgatar a condição de moeda reserva do dólar. A partir de então – apoiados numa combinação virtuosa entre o poder de *seignorage* de sua moeda, a profundidade de seu mercado financeiro e a liquidez de sua dívida pública – os Estados Unidos passaram a usufruir o privilégio de produzir elevados déficits em conta corrente, ora acompanhados de déficits fiscais, ora promovidos pela rápida ampliação do gasto e do endividamento das famílias e das empresas.

O reforço da centralidade do dólar e da dívida pública americana na nova conformação do sistema monetário internacional significou, depois de um período de incertezas nos anos 70, o fortalecimento do papel central da economia dos Estados Unidos.² Do ponto de vista “doméstico”, observou-se, como já foi dito, um salto na capacidade de expandir o crédito para o financiamento do consumo, do investimento e dos

déficits fiscais, bem como para sustentar exuberantes movimentos de valorização de ativos ao longo dos ciclos de crescimento.

Na esteira do dólar forte e do déficit em transações correntes em ampliação, primeiro a indústria manufatureira e, mais recentemente, o setor de serviços americanos empreenderam a internacionalização de sua “estrutura de custos”. Este processo desenvolveu-se mediante a intensificação do investimento produtivo “global”, em áreas de rápida industrialização, onde ocorria a combinação mais vantajosa entre incorporação do progresso tecnológico e oferta elástica de fatores de produção ou seja, os anos 80 e 90 foram marcados, de fato, pela intensa deslocalização das fontes de abastecimento de matérias primas e componentes (*global sourcing*).

Neste período, os principais beneficiários da metástase do “sistema americano” foram os países asiáticos. Tal sistema, diga-se, não se restringe àquele constituído pela internacionalização das empresas americanas, mas inclui, por exemplo, os investimentos japoneses e de Taiwan na China que se destinam a exportar para os Estados Unidos e, em menor escala, para a Europa.

Os economistas Michael Dooley, David Folkerts-Landau e Peter Garber³ descobriram, um tanto tardiamente, que a “globalização americana” dos anos 80 e 90 engendrou dois tipos de regiões: aquelas cuja inserção internacional se faz pelo comércio e pela atração do investimento direto destinado aos setores afetados pelo comércio internacional (*tradeables*), as *trade account regions*; e aquelas que buscaram sua integração mediante a abertura da conta de capitais, as *capital account regions*.

No primeiro grupo estão os países da Ásia que apresentam superávits comerciais elevados e rápida acumulação de reservas em moeda forte;

² Ver a propósito Tavares, M. C. A retomada da hegemonia americana. *Revista de Economia Política*, v. 5, n. 2, abr./jun. 1985.

³ Cf. Dooley, M. P., Folkerts-Landau, D., Garber, P. An essay on the revisited Bretton Woods System. *NBER Working Paper Series*, n. 9971. (Disponível na Internet: www.nber.org).

no segundo, militam os países da América Latina, como o Brasil, sempre pressionados por relações arriscadas entre serviço da dívida externa e as exportações e apresentando freqüentemente proporções inadequadas entre reservas e passivo externo de curto prazo.

Os autores citados sugerem que na América Latina os capitais que fazem arbitragem com taxas de juros ou assumem posições especulativas nas bolsas de valores determinam fortes oscilações nas taxas de câmbio. Comentando a reversão de expectativas ocorridas ao longo de 2003, afirmam que

“A melhoria das condições econômicas na América Latina certamente contribuiu para atrair capitais para a região e limitar as fugas de recursos. Mas o movimento de fundo dos Estados Unidos para a região com o propósito de escapar dos baixos rendimentos também foi um fator importante. A Argentina e o Brasil já devolveram uma parte importante da desvalorização ocorrida em 2002.”

Os países cuja estratégia é governada pelo saldo da balança comercial e pela acumulação de reservas “fecham o circuito” gasto-renda-poupança do sistema americano ao utilizar as poupanças em dólar para financiar o déficit em conta corrente dos Estados Unidos. Essa dependência recíproca impede que os países asiáticos orientem a aplicação de suas reservas por critérios privados de risco-rentabilidade. Garantem assim uma demanda pela moeda americana que assegura uma certa estabilidade nas taxas de câmbio das suas moedas com a primeira. Na opinião de Dooley et al, a recente desvalorização do dólar fica por conta dos investidores europeus cuja demanda de ativos, no plano internacional, orienta-se por critérios estritos de mercado (Ver SEÇÃO I).

A integração pelo comércio e pela atração do investimento direto – associada a uma política de proteção de uma taxa de câmbio real competitiva, mediante intervenções e controles sobre a conta de capital – constituiu-se em um

fator crucial para o sucesso do modelo asiático, de crescimento acelerado e graduação tecnológica.

Foi isso que permitiu às economias asiáticas manterem taxas elevadas de investimento durante um longo período, sem que se insinuassem indícios mais sérios de fragilidade financeira. Esta solidez financeira, sustentada ao longo de muitos anos de industrialização rápida, resistiu, inclusive, às oscilações e crises observadas na economia internacional, sobretudo aquelas ocorridas partir do início dos anos 70. Apesar de terem sofrido o impacto da crise da dívida, ocorrida no início dos anos 80, as economias asiáticas – à exceção das Filipinas e ao contrário dos países da América Latina – não ingressaram no túnel escuro da “década perdida”. Escaparam, portanto, dos transtornos da crise fiscal, das tendências à hiperinflação e da estagnação econômica.

Até a eclosão da crise no segundo semestre de 1997, a resistência das economias asiáticas aos choques externos era atribuída, em grande parte, à “repressão” financeira e aos controles estritos exercidos sobre os mercados cambiais. Os mercados de dívida pública e de títulos privados eram praticamente inexistentes e as bolsas de valores desempenhavam um papel marginal, quer no financiamento das empresas, quer na avaliação de seu valor de mercado para fins de transferência de propriedade. As operações cambiais estavam praticamente restritas à compra e venda de divisas para saldar obrigações nascidas da balança de transações correntes, e os governos exerciam controles rigorosos sobre a conta de capitais.

Na verdade, os sistemas financeiros que ajudaram a erguer os Novos Países Industrializados, os NICs, eram relativamente “primitivos” e especializados no abastecimento de crédito subsidiado e barato às empresas e aos setores escolhidos como prioritários pelas políticas industriais. As “distorções” introduzidas pelas políticas de fomento nas taxas de juros e nos preços de insumos essenciais foram decisivas para o sucesso das estratégias de industrialização e de

graduação tecnológica. A estes benefícios as empresas deveriam responder com o cumprimento das metas estabelecidas de ganhos de produtividade, qualidade e crescimento das exportações.

A intensificação das pressões externas destinadas a promover uma maior liberalização cambial e financeira levaram à crise de 1997. Dela foram poupados países como Taiwan e a China que não fizeram concessões, sustentando seus regimes cambiais e de controles de capitais. Mantiveram operando, desta forma, o *circuito virtuoso* que dada a estabilidade cambial, ia do crédito em moeda nacional para o investimento, do investimento para a produtividade, daí para os lucros e dos lucros para a liquidação da dívida.

A herança maldita: a vulnerabilidade externa

Uma reflexão sobre a experiência de integração do Brasil à economia globalizada demonstra que sob a égide de políticas liberais, produziram-se ou acentuaram-se duas fragilidades básicas: a vulnerabilidade externa e a precarização dos mecanismos de coordenação.

A integração comandada pela conta de capital produziu uma inserção comercial e financeira de má qualidade, visível nas recorrentes crises cambiais associadas aos ciclos de liquidez internacional. Isto conduziu a uma crônica vulnerabilidade externa expressão extremada da fragilidade do nosso balanço de pagamentos, típica de um país periférico.⁴ Em menos de uma década, após um longo afastamento dos mercados financeiros internacionais, o país voltou a formar um passivo externo elevado, tanto de curto quanto de longo prazo tornando-o ainda mais suscetível às variações dos humores dos mercados globais.

⁴ Para uma discussão da dimensão estrutural dessa fragilidade ver: Belluzzo, L. G., Carneiro, R. O mito da conversibilidade ou moedas não são bananas. *Política Econômica em Foco*, n. 1, maio/ago. 2003. (Suplemento 1). Disponível na Internet: www.eco.unicamp.br

O processo de endividamento dos anos 60 e 70 que terminou na crise de 1982, apesar da utilização excessiva de recursos externos, financiou direta e indiretamente, projetos destinados a substituir importações, estimular as exportações e modernizar a infra-estrutura. Já a nova etapa de dependência do financiamento externo iniciado nos anos 90, provocou um salto qualitativo na vulnerabilidade externa da economia brasileira. Nesses anos, a abertura da conta de capital e o uso abusivo da ancora cambial, desestimulou os projetos voltados para a exportação, promoveu um “encolhimento” das cadeias produtivas – afetadas por importações “predatórias” – e aumentou a participação da propriedade estrangeira no estoque de capital doméstico em setores não afetados pelo comércio internacional (*non tradeables*). Além disso, parte expressiva da absorção de recursos financeiros ocorreu através do ingresso de investimento de portfólio e dívida de curto prazo sujeitando a moeda nacional a intermitentes ataques especulativos.

A descuidada abertura financeira é a maior responsável pela situação atual do país. A dívida privada em moeda forte e a transferência massiva de propriedade para os estrangeiros (ou seja, a ampliação do passivo externo líquido para uma cifra em torno de US\$ 450 bilhões) são hoje fonte de instabilidade da taxa de câmbio, pois geram um fluxo importante de pagamentos e amortizações para o exterior. Apesar da melhoria recente dos indicadores de vulnerabilidade externa, os seus valores ainda são excessivamente elevados respondendo em grande medida pela péssima classificação de risco do país.

A abertura comercial, por sua vez, foi responsável pelo reforço de um padrão de comércio cuja característica central é a assimetria das elasticidades. Por conta do caráter intensivo em recursos naturais e trabalho da maioria de nossas exportações e do predomínio de importações intensivas em tecnologia e capital a sensibilidade das primeiras ao crescimento

internacional é muito menor do que o das importações ao crescimento doméstico. A aceleração do ciclo interno produz inexoravelmente um crescimento mais rápido das importações ante as exportações, deteriorando o saldo comercial, ocorrendo o oposto na contração.

Em razão dessa estrutura de comércio exterior, as flutuações de curto prazo na taxa de câmbio têm menos relevância na explicação das variações do saldo comercial. As exportações respondem mais às flutuações de preços e quantidades no mercado internacional devido a expressiva participação das *commodities*. Já as importações têm maior sensibilidade ao ciclo de absorção doméstica, em particular ao industrial, por conta por conta do elevado coeficiente importado, em especial partes e peças de alto conteúdo tecnológico (Ver SEÇÃO II e SEÇÃO V).

Esse quadro oriundo da herança maldita apresenta durante o primeiro ano do Governo Lula algumas melhoras cuja sustentabilidade é discutível. Embora o novo ciclo de liquidez internacional tenha permitido a volta das captações externas e a superação da crise cambial de 2002 houve uma deterioração no perfil do financiamento comparativamente a 2000 e 2001, encurtando-se o prazo médio do passivo externo. Assim, por exemplo, o investimento direto estrangeiro reduziu-se pela metade enquanto o investimento em carteira e os financiamentos de curto prazo ampliaram-se substancialmente. Mesmo que o perfil do endividamento em títulos tenha melhorado após o segundo semestre de 2003, no seu conjunto, o financiamento externo é de pior qualidade quando comparado àquele prevalecente no início da década (Ver SEÇÃO II).

A gestão macroeconômica em 2003 tem se ancorado no pressuposto de que o ciclo de liquidez internacional terá intensidade e duração suficiente para melhorar o perfil do endividamento externo do país. A experiência histórica, especialmente a dos anos 90, mostra que os ciclos de endividamento externo dos países periféricos

são conjunturais, sujeitos a uma dinâmica de auge e declínio (*boom* e *burst*).

O ciclo recente, como os anteriores, tem uma dinâmica “minskiana”: no período de auge/*boom* emerge uma situação de fragilidade financeira, que se só explicita na fase de declínio/*burst*. Por isso a atual estratégia do governo brasileiro é de alto risco. Ela resulta em aumento do endividamento externo e, assim do passivo externo do país, induzido por “preços errados” (câmbio valorizado⁵ e juros reais em patamar alto) e sem a simultânea capacidade de geração ou economia de divisas, ou seja, de pagamento das amortizações da dívida e do seu serviço, repetindo o padrão observado nos anos 90.

A melhoria conjuntural das expectativas e do “estado de confiança” favoreceu o aumento do endividamento externo nos últimos meses (seja das empresas, seja dos bancos), com aumento dos prazos e redução do custo comparativamente ao final de 2002 e início de 2003. Contudo, como de hábito ampliou o risco cambial na medida em que as novas operações não têm sido acompanhadas por operações de *hedge*.

Um melhora significativa porém não sustentável, adveio da transformação do déficit em transações correntes em pequeno superávit por conta do excepcional saldo comercial. Vários fatores conjunturais foram responsáveis por esse desempenho: a expressiva desvalorização do real até o primeiro trimestre do ano, a recessão industrial doméstica, a melhoria de preços internacionais de *commodities* o crescimento inusitado de alguns países como China e Argentina. Olhada a composição das exportações e importações não se observam mudanças estruturais expressivas. Assim o saldo continua a ser gerado pelos segmentos exportadores de *commodities*, de produtos intensivos em trabalho e

5 É preciso acentuar que a crítica à valorização cambial, não se refere ao desempenho das exportações correntes, mas diz respeito, sobretudo, à sinalização para o investimento produtivo, seja ele de origem estrangeira ou nacional.

recursos naturais e, de produtos de baixa intensidade tecnológica (VER SEÇÃO II).

O aumento da confiança conduz a um paradoxo que podemos chamar de “paradoxo de credibilidade”: quanto mais a política econômica tem resultados positivos mais se estreita seu raio de manobra. Em primeiro lugar porque a vulnerabilidade externa se amplia tanto pelo crescimento do endividamento quanto pela não modificação da inserção comercial. A gestão excessivamente liberal da política econômica agravou a irreversibilidade desse quadro ao permitir a valorização da moeda nacional, ao não ampliar as reservas em divisas do país e manter os juros em patamar excessivamente elevado. Seu aparente sucesso decorre, em grande parte, da conjuntura externa favorável que se reverterá em algum momento, sobretudo como resultado dos desequilíbrios no plano internacional (Ver SEÇÃO I). Quando isto ocorrer o país enfrentará uma nova crise cambial em situação pior do que no passado.

A herança maldita: a desarticulação do investimento

Outra dimensão relevante da herança maldita diz respeito a precarização dos mecanismos de coordenação da economia em especial daqueles relativos ao investimento. Durante os anos 90 realizou-se no Brasil um programa radical de privatização, da ordem de US\$ 105 bilhões. Ao mesmo tempo liberalizou-se a participação do Investimento Direto Estrangeiro em diversos segmentos antes proibidos. Assim assistiu-se a um duplo processo de privatização e desnacionalização da propriedade das empresas. Isto tornou ao mesmo tempo, as decisões de investimento mais dependentes de decisões privadas e em maior medida, das estrangeiras.

O binômio privatização e desnacionalização introduziu uma dinâmica distinta na decisão do investimento. Em primeiro lugar reduziu drasticamente o poder de coordenação e indução do Estado. Por essa razão tornou essa determi-

nação uma variável estritamente dependente da avaliação da demanda corrente, suprimindo a estratégia de crescer à frente da demanda, típica dos grandes blocos de inversões lideradas pelo Estado, distintiva do período nacional desenvolvimentista.

Nesse processo, também se reduziu o peso das considerações prospectivas sobre o mercado interno como elemento de decisão do investimento ampliando o peso de variáveis externas. Os efeitos dessas transformações foram exacerbados pela queda expressiva do investimento público em infra-estrutura. Em síntese, o peso da dinâmica do mercado interno e da capacidade de coordenação do gasto e financiamento públicos sobre o investimento foram atenuados ao longo da década, com um evidente efeito depressivo sobre este último.

Do ponto de vista da trajetória do investimento o primeiro ano do Governo Lula representa o fundo do poço. Embora desde o início dos anos 90 seu desempenho tenha sido acanhado, tendo alcançado um pico máximo de 22,5% do PIB, no auge do plano Real em 1995, o patamar de 17% observado em 2003 é um dos mais baixos da história contemporânea brasileira. É certo que o Governo Lula não pode ser integralmente responsabilizado por esta má performance. Todavia, o corte dos investimentos públicos realizados em 2003 combinados com políticas econômicas inadequadas responde pelo agravamento da queda.

A política econômica do Governo Lula

Não deve haver dúvidas que a política econômica do Governo Lula é uma continuidade daquela posta em prática na era FHC. O seu perfil combina políticas macroeconômicas ortodoxas, e reformas liberais. Na sua essência a política visa obter a estabilidade e um ambiente institucional favorável à operação da economia de mercado. A estabilidade, macroeconômica e institucional, abarcaria as condições necessárias e suficientes

para que o processo de desenvolvimento seja levado a bom termo pelo mercado.⁶

Políticas macroeconômicas

A política macroeconômica ortodoxa assenta-se no tripé: câmbio flutuante com livre movimento de capitais, metas de inflação e postura fiscal restritiva. Esse conjunto de políticas desenhadas para prover a estabilidade de preços e das demais variáveis macroeconômicas tem produzido o seu contrário, uma recorrente instabilidade, evidente na volatilidade da taxa de câmbio, nas altas taxas de juros e na intermitente ampliação da dívida pública e, por último mas não menos importante, na permanência da vulnerabilidade externa.⁷

O regime de câmbio flutuante deveria, em tese, promover um ajuste das contas externas através da mudança de preços relativos. No caso brasileiro, a desvalorização da moeda nacional permitida pelo regime de câmbio flutuante deveria corrigir em médio prazo, os déficits em transações correntes elevados e o excessivo endividamento. Os dados todavia não evidenciam um ajuste dessa natureza e indicam uma forte volatilidade da taxa de câmbio real, e a permanência da vulnerabilidade externa. Como foi apontado acima o ajuste da conta corrente pode ser debitado, em grande medida, a fatores conjunturais.

Para compreender os limites do regime de câmbio flutuante no ajuste do balanço de pagamentos é necessário enfatizar a forma de sua operação numa economia periférica com livre mobilidade de capitais. A posição da taxa de

câmbio nesse caso está muito mais determinada pelos ciclos de liquidez internacional e absorção de capitais de curto prazo como aliás tem ocorrido recorrentemente no Brasil e particularmente em 2003. Assim os movimentos da taxa de câmbio resultantes dos fluxos de capitais podem ser contraditórios com o ajuste da conta corrente. A rigor, tornam-se instrumento de criação ou ampliação de seus desequilíbrios. Isso é ainda mais verdadeiro num país altamente endividado como o Brasil, cuja composição do fluxo de capitais é de pior qualidade, ou seja, mais volátil.

A política de metas de inflação tem também uma operação precária sobretudo por conta das flutuações da taxa de câmbio e da grande sensibilidade dos preços domésticos a essas variações. Uma parcela expressiva dos preços domésticos está direta ou indiretamente indexada ao câmbio. Assim quando há, por exemplo, uma desvalorização, esses preços são reajustados rapidamente. Para evitar a ampliação excessiva da inflação os demais preços têm de ser contidos o que é conseguido através da subida dos juros e contração da produção e emprego.

Em tese, o funcionamento do regime de metas de inflação auxiliaria mudanças de preços relativos sem elevações substantivas no nível geral de preços. Porém, duas características da economia brasileira, a alta volatilidade da taxa de câmbio e uma indexação formal a esta última, de preços como as tarifas públicas dificultam o ajustamento. Assim as compensações têm que ser mais intensas, vale dizer os preços não vinculados ao câmbio – incluindo o salário – tem que ser contraídos para permitir o crescimento daqueles determinados pelo câmbio sem aumento significativo da inflação. Queda do salário real e sacrifício de emprego são as principais conseqüências desse modelo (Ver SEÇÃO V).

A volatilidade da taxa de câmbio associada aos ciclos de liquidez externa e seus impactos na taxa de inflação termina por exigir uma política de juros elevada em bases permanentes. Quando das

6 As linhas mestras da política econômica do atual Governo estão expressas no documento do Ministério da Fazenda: “*Política econômica e reformas estruturais*” de abril de 2003 e nas diversas Cartas de Intenções enviadas ao FMI.

7 Para uma avaliação aprofundada desse padrão de política econômica ver: Carneiro, R. A política macroeconômica da era FHC ao Governo Lula: da trindade impossível à autonomia necessária. In: Velloso, J. P. R. *Governo Lula: novas prioridades e desenvolvimento sustentado*. Rio de Janeiro: José Olympio, 2003.

fugas de capitais e ataques especulativos os juros são elevados para atenuar a desvalorização. No momento seguinte à desvalorização são mantidos altos para evitar uma aceleração inflacionária. Só durante as entradas líquidas de capitais podem ser relaxados e assim mesmo com parcimônia para que a combinação da valorização da taxa de câmbio e retomada do crescimento doméstico não agrave demasiadamente os desequilíbrios de conta corrente. Nesse contexto a política fiscal torna-se uma variável passiva, ou seja tem que produzir superávits primários elevados e recorrentes para contrabalançar os efeitos da instabilidade do câmbio e dos juros altos sobre a dívida pública. Contudo, como tem mostrado a história recente do país esses saldos primários crescentes não tem sido suficientes para deter o aumento desta última.

As reformas

Há quatro propostas de reformas ditas estruturais que estão sendo implementadas pelo Governo Lula, em sintonia com o ideário do Consenso de Washington: a Previdenciária, a Tributária, a Financeira e a Trabalhista. Em geral seus objetivos são o equilíbrio intertemporal das contas públicas (Previdenciária e Tributária) associadas à maior eficiência microeconômica (Tributária, Financeira e Trabalhista) ou criação de novo ambiente institucional mais favorável à operação dos mercados (Financeira e Trabalhista). O objetivo central é sem dúvida o do equilíbrio intertemporal das contas públicas, embora os demais não sejam desprezíveis.

O que se pretende quanto ao setor público é a redução da dívida pública através da obtenção de superávits primários elevados e recorrentes. A redução da dívida teria uma dupla função: diminuiria a pressão do setor público sobre os recursos financeiros liberando poupança para o setor privado. Por sua vez a redução da dívida permitiria uma melhora da classificação de risco

do país nos mercados internacionais reduzindo a taxa de juros.⁸

As possibilidades de que tudo ocorra como previsto nessa proposta de política é, de fato, longínqua. Com as atuais taxas de juros ou até mesmo com sua redução para o limite possível determinado pelo mercado internacional, a carga de juros é bastante elevada. Assim, a estabilização da dívida e ainda mais a sua redução, exigiriam um esforço fiscal maior do que aquele hoje em vigência. Mesmo admitindo que isto fosse possível, o resgate da dívida por ser fruto do superávit primário teria, no máximo, um efeito neutro sobre a demanda agregada. Isto supondo que os recursos oriundos do resgate fossem de algum modo encaminhados para o investimento produtivo e não para a especulação. Esta última condição supõe que simultaneamente ao resgate da dívida pública haja um crescimento da dívida privada que possa atrair os recursos oriundos da primeira, caso contrário eles serão destinados à compra de ativos reais ou divisas.

A melhoria da classificação do país por parte das agências avaliadoras de risco considera não só o ao aspecto fiscal, vale dizer, a solvência do setor público em moeda doméstica. Leva em conta também a solvência externa do país ou seja a qualidade das suas contas externas. Assim o quadro fiscal, lato senso, pode melhorar sem traduzir-se necessariamente em melhor posição externa. Dado o ponto de partida, tanto da situação patrimonial interna quanto externa, o mínimo que se pode afirmar é que esta melhora será lenta e portanto, a queda do risco país associado à melhoria desses fundamentos. Por fim, cabe considerar que mesmo na mais otimista das hipóteses, a classificação de risco do país pode melhorar mas não se traduzir em taxas de juros menores, em razão de uma eventual ampliação da aversão ao risco nos mercados globais, incluindo uma fuga para a qualidade. Essa tem sido uma ocorrência comum nos últimos dez anos.

⁸ Para uma apresentação detalhada das políticas ver o já citado documento: Ministério da Fazenda. *Política econômica e reformas estruturais*. (Abr. 2003).

Outro aspecto bastante problemático das reformas diz respeito ao crédito. O diagnóstico da Fazenda, em sintonia com o Consenso de Washington atribui um papel exagerado às garantias (Lei de Falências) na explicação tanto do baixo volume quanto do alto custo do crédito no país. Fora verdadeira esta tese, ficaria sem explicação o fato de que no passado recente, portanto, no mesmo marco regulatório/institucional, o volume de crédito haver sido bem mais elevado do que atualmente. Na verdade como proporção do PIB o crédito cai de 37% em 1994 para 24% em 2002. Também parece não ter sustentação exclusiva a tese do FMI que atribui o alto custo do crédito no Brasil a oligopolização do setor bancário, dado que esta é uma característica comum a vários outros países (Ver SEÇÃO III).

Crédito escasso e caro, no Brasil, resulta de dois fatores combinados: operações de tesouraria da alta rentabilidade e baixo risco lastreadas em títulos públicos e, instabilidade macroeconômica que termina por se traduzir num trajetória de *stop and go* da economia. As primeiras definem um patamar de rentabilidade elevado e as segundas exigem segurança adicional que se traduzem em margens brutas de lucro *ex-ante* muito altas para proteção contra a instabilidade de câmbio e juros cuja flutuação em geral implica queda do nível de atividades e aumento da inadimplência. Se esta tese é verdadeira, a reforma da Lei de falências adiantará muito pouco para comprometer os bancos com o financiamento de prazo mais longo e a custo mais baixo. Isto é, uma alavanca central do desenvolvimento fica desativada e dependente apenas dos bancos públicos.

Há duas iniciativas de política econômica de maior consistência e que prevêm um papel de coordenação mais efetivo por parte do setor público: as Parcerias Público-Privada e a Política Industrial. A primeira de autoria do Ministério do Planejamento refere-se à retomada do investimento no setor de infra-estrutura.⁹ Nesse

instrumento o setor público desempenha um papel de destaque não só na identificação e seleção dos vários projetos a serem implantados, como atua reduzindo os riscos envolvidos nesses investimentos. Estão fora da PPP os projetos de boa rentabilidade que serão tocados pelo setor privado em regime de concessão, ou aqueles com retorno muito baixo que ficam a cargo exclusivo do setor público. O principal risco a ser minimizado é o do retorno. Ou seja, o setor público entra no empreendimento, equalizando a taxa de retorno dos projetos com a SELIC, considerada o custo de oportunidade do investidor.

Embora uma iniciativa de melhor qualidade as PPPs têm vários problemas. O primeiro deles é a admissão de investimento estrangeiro num setor que não produz divisa. Isto ou inviabilizará os investimentos ou implicará concessão de garantias sobre o risco cambial aos investidores. Outro fator limitante é o montante elevado de recursos orçamentários exigidos para a equalização da rentabilidade e que decorre tanto do baixo retorno dos projetos quanto da alta taxa de juros básica da economia (SELIC). Em resumo a instabilidade macroeconômica limita o volume de investimentos a serem realizados reduzindo o papel das PPPs na retomada do crescimento.

A Política Industrial¹⁰ também pode ser considerada como uma ação de inspiração distinta daquela formulada sob a influência do Consenso de Washington. Preocupações com a incorporação de novas tecnologias e a melhoria da inserção externa constituem a marca central da proposta. Ao contrário das políticas horizontais de inspiração liberal, norteiam a PI a seletividade ou a eleição de setores a partir de dois critérios, a relevância tecnológica e o impacto na balança comercial. Há a considerar todavia o estágio muito preliminar da sua formulação. Assim, por exemplo, não há definição de instrumentos a

⁹ Ver Projeto de Lei que institui normas gerais sobre Parceria Público-Privada, no âmbito da Administração Pública.

¹⁰ Ver Brasil. Casa Civil da Presidência da República et al. *Diretrizes de Política Industrial, Tecnológica e de Comércio Exterior*. 26 nov. 2003.

serem utilizados. Da mesma maneira, não há fixação de recursos orçamentários e creditícios a serem alocados no programa. Ademais, mesmo com a fixação de instrumentos a PI deverá sofrer limitações advindas da política macroeconômica, em particular da volatilidade do câmbio. Isto porque boa parcela dos investimentos diz respeito a setores exportadores ou substituidores de importações, nos quais a taxa de câmbio constitui um parâmetro central para cálculo de viabilidade e rentabilidade. A flutuação exacerbada do valor da moeda nacional, acarretando sinalização pouco clara de preços relativos, pode inviabilizar os investimentos.

Esboço de alternativa

A modificação da política econômica do Governo Lula em direção a uma política mais comprometida com o desenvolvimento supõe duas transformações essenciais: no plano macroeconômico, a introdução da regulação dos fluxos de capitais e, na esfera da coordenação, a redefinição do papel do estado. No primeiro caso trata-se de restringir a mobilidade de capitais, sobretudo os especulativos e obter maior estabilidade das variáveis macroeconômicas e, no segundo, fazer o estado desempenhar papel mais ativo na indução do crescimento.

A regulação seletiva dos fluxos de capitais impedindo o movimento dos capitais especulativos visa sobretudo ampliar a autonomia na condução da política macroeconômica doméstica. Isto decorrerá tanto da estabilização da taxa de câmbio quanto da redução da taxa de juros. Na verdade com o atual grau de abertura da

conta da capital associado ao elevado endividamento e baixo nível de reservas, os controles constituem a única alternativa para a estabilidade macroeconômica. É possível fazer essa estabilização através da “flutuação suja” do câmbio. Esta todavia supõe volume de reservas internacionais elevados e diferencial de taxas de juros interno-externo reduzido, sem o que o controle da flutuação torna-se muito oneroso para as contas públicas.

O controle seletivo de fluxos ao incidir sobre os capitais especulativos inibindo suas entradas e saídas, permitirá o descolamento da taxa interna de juros da taxa externa isto é, admitirá reduzir a primeira de forma independente da avaliação do risco país. Isso é claro não diminuirá este último mas permitirá que as atividades estritamente domésticas e a dívida pública, sejam financiadas por taxa de juros diferenciada.

A mudança da política macroeconômica é condição necessária mas não suficiente para a retomada do crescimento. Será imprescindível reconstruir e atualizar os mecanismos de coordenação da economia. Ao setor público caberia selecionar prioridades tanto na indústria quanto na infra-estrutura, montar esquemas de redução de risco via equalização de retorno, renúncia fiscal ou assunção de riscos específicos e, por fim, viabilizar o financiamento dos empreendimentos através de um *pool* entre instituições financeiras públicas e privadas. O essencial desse esquema é que o estado atue criando o horizonte de investimento para o setor privado que implanta e gere as atividades.