

INTRODUÇÃO

As fragilidades do crescimento

Ricardo Carneiro¹

A questão do desenvolvimento, e das políticas que lhes dão suporte, tem sido reintroduzida no debate econômico no Brasil através da discussão sobre a conjuntura. A invocação dessas políticas tem sido realizada para minimizar o caráter deflacionário da política macroeconômica, atribuindo a estas últimas um papel secundário na definição da trajetória da economia ante a importância crucial das primeiras. Por vias tortas, o debate lança luz sobre uma questão essencial: a ausência de um modelo de desenvolvimento para economia brasileira e a insuficiência das políticas para a sua reconstrução.

Muito se tem escrito sobre as heranças perversas dos anos 90, tais como a vulnerabilidade externa, a dívida pública elevada ou a regressão produtiva. Mas, pouco se enfatiza uma das dimensões cruciais dessa má herança: a ausência de um corpo robusto de políticas de desenvolvimento. Para países periféricos, nos quais há bloqueios de diversa natureza – de escalas de produção, de monopólio tecnológico, de capacidade de mobilização de recursos – ao desenvolvimento centrado em ondas de inovação e determinadas pela concorrência entre capitais, a construção de um horizonte de longo prazo para o crescimento depende, de maneira essencial, da existência dessas políticas.

As políticas de desenvolvimento permitem deslocar parte dos determinantes do crescimento para o âmbito da oferta ou do investimento, conferindo papel menor, mas não irrelevante,

àqueles fatores oriundos da demanda agregada, em particular às flutuações de curto prazo associadas ao manejo da política macroeconômica. A rigor, o papel dessas políticas é a construção de um horizonte de longo prazo para o crescimento. Para tanto, estabelecem um nexo entre a demanda de longo prazo e a oferta. O exemplo da efetividade dessas políticas é o denominado *export led growth* das economias asiáticas nas quais construiu-se uma articulação decisiva entre crescimento de exportações e investimento.

A natureza e o formato dessas políticas tem sido objeto de intensas controvérsias. Boa parte do debate tem como centro irradiador, em pólos opostos quanto à concepção, duas instituições multilaterais, o BIRD e a UNCTAD.² No primeiro, o formato das políticas privilegia o seu caráter *market friendly* vale dizer, a criação de condições propícias para operação das forças de mercado através da melhoria da infra-estrutura, lato sensu. Isto compreende não só a ampliação da infra-estrutura econômica mas sobretudo o aperfeiçoamento educacional e a reforma jurisdicional entendida esta última como a criação de um ambiente seguro para a realização de negócios. Na concepção da UNCTAD as políticas supõem um grau superior de intervenção do Estado na economia, admitindo a criação de incentivos capazes de distorcer temporariamente os preços relativos e ampliar a formação de capital. Seus instrumentos privilegiados seriam política industrial e o crédito dirigido.

Conforme discutido nas várias versões desse Boletim, não se trata de negar *tout court* a existência de políticas de desenvolvimento no Brasil mas de assinalar a sua insuficiência, em parte determinada pela crescente restrição, real e

¹ O autor agradece os comentários e sugestões de Maria da Conceição Tavares e Luiz Gonzaga Belluzzo, eximindo-os contudo de qualquer responsabilidade quanto às teses e idéias apresentadas no texto.

² Duas referências importantes sobre o tema são: World Bank (2002) *Building Institutions for Markets*. WDR 2002, e UNCTAD (2003) *Capital Accumulation, Growth and Structural Change*. TDR 2003.

ideológica, à intervenção do setor público na economia e, mais recentemente, ao seu ecletismo e ao peso crescente das iniciativas associadas à concepção do BIRD. A partir dessa constatação pode-se entender a relevância que adquirem as políticas macroeconômicas na determinação da trajetória da economia brasileira reforçadas pelas fragilidades estruturais decorrentes da herança maldita dos anos 90.

Tomando em conta as feições das políticas econômicas no Brasil e ademais, as características recentes do crescimento da sua economia, largamente influenciado pelas primeiras e por um cenário internacional benigno este boletim procura discutir as fragilidades deste crescimento. Sua hipótese principal é a de que a reversão do cenário internacional combinada com a resposta previsível da política macroeconômica, marcada por uma crescente ortodoxia e, a insuficiência da política de desenvolvimento, implicará, para além da desaceleração do crescimento, a explicitação de seu padrão de *stop and go*.

A reversão do cenário internacional benigno

Os analistas do cenário internacional, sejam eles economistas isolados ou instituições públicas e privadas, tem formado um consenso crescente acerca da inevitabilidade da mudança da conjuntura benigna vigente nos últimos três anos. As divergências permanecem apenas quanto à magnitude e velocidade dessa reversão, assunto sobre o qual é difícil formular avaliações mais precisas embora a média das opiniões hoje, trabalhe com hipóteses mais pessimistas comparadas as do início do ano. A idéia subjacente à maioria das análises é a de que o ciclo recente de crescimento internacional ocorreu através do aprofundamento de desequilíbrios que terão de ser corrigidos, senão na sua natureza, pelo menos na sua trajetória. (ver SEÇÃO I)

Como elemento determinante dos rumos possíveis ganha relevo a economia americana e os seus desequilíbrios externos ou internos, cuja ênfase varia ao sabor da preferência teórico-ideológica dos analistas. Para uns, a questão central seria o elevado e crescente déficit em transações correntes dos EUA e as eventuais dificuldades de sua sustentação. Para outros, o essencial seriam os problemas domésticos como o excessivo endividamento das famílias e a bolha de ativos ambos muito vulneráveis a alterações da taxa de juros e com grande potencial recessivo. Correndo por fora, mas com indiscutível importância, a elevação suave mas persistente da inflação.

De acordo com a sabedoria convencional, o ponto focal dos desequilíbrios no plano internacional são os crescentes déficits em conta corrente dos EUA oriundos do excesso de absorção doméstica associada aos déficits fiscais.³ A correção dos déficits gêmeos americanos seria a condição necessária para equacionar os desequilíbrios. A redução do déficit fiscal permitiria diminuir a expansão da dívida pública americana, além de contribuir para a desaceleração da demanda agregada e da absorção doméstica e por consequência dos déficits em transações correntes. Adicionalmente, seria necessário um realinhamento cambial ou a desvalorização do dólar ante as moedas nas quais o déficit comercial é mais significativo. Ao fim e ao cabo, esse conjunto de modificações reduziriam a taxa de crescimento da economia americana e a fariam menos dependente da poupança externa.

Qual a viabilidade desse tipo de ajustamento que prevê significativas mudanças nas taxas de crescimento dos países e importantes

3 Ver a propósito IMF (2004). *World Economic Outlook*, Sept. Para uma reconstituição do debate, sobre o assunto Roubini. N. *Global imbalances; a contemporary Rashomon tale with five interpretations*. Disponível em: <roubiniglobal.com>.

realinhamentos nas taxas de cambio entre moedas? Da ótica do produto isto suporia uma equiparação mínima nas taxas de crescimento, sobretudo entre países avançados e adicionalmente, a ampliação da demanda doméstica nesses países, implicando a utilização de políticas expansionistas para lograr tal resultado. Sem essa conversão o ajuste significaria apenas menor crescimento para essas economias cuja dependência das exportações líquidas para os EUA é expressiva.

O primeiro obstáculo para realizar tal desiderato reside na ausência de coordenação global, o segundo, no veto dos mercados financeiros a esse novo padrão de política econômica. Se foi possível aos EUA, país emissor da moeda reserva internacional, no período recente, realizar uma política francamente expansionista, o mesmo certamente não será permitido aos demais países, inclusive os desenvolvidos. Taxas de juros baixas acompanhadas de déficits fiscais ampliados implicarão em saída expressivas de capitais dos países dispostos a implantar essas políticas, constituindo um veto endógeno às mesmas.

Uma outra tese com grande aceitação, em particular no governo americano, apregoa a necessidade de valorização das moedas dos países asiáticos em desenvolvimento, sobretudo da moeda chinesa, ante o dólar. O realinhamento de moedas seria promovido sem a desvalorização adicional do dólar ante as demais moedas importantes, o Euro e o Yen, com a vantagem de não pressionar os preços de *commodities*. Isto, em tese, encareceria a exportações da Ásia em desenvolvimento para os EUA e baratearia as exportações americanas para esse conjunto de países, reduzindo o déficit comercial do primeiro.

A mudança de preços relativos implícita na valorização das moedas dos países asiáticos em

desenvolvimento, não seria capaz de operar as mudanças pretendidas em razão das características mais profundas do déficit americano com esse grupo de países, em particular com os chineses. O substrato desse déficit está no *outsourcing*, vale dizer, no deslocamento das empresas americanas para essa região e particularmente para a China realizada ao longo de mais de uma década e no conseqüente fornecimento de partes e peças manufaturadas para a economia americana. Assim, a mudança da taxa de câmbio não terá relevância na modificação dos padrões de oferta a curto e médio prazo. Mas, afetará o preço das importações dos EUA constituindo um elemento de pressão sobre os preços.

Para os países asiáticos a valorização das suas moedas terá sérias implicações. Além da perda de pontos percentuais nas taxas de crescimento decorrente da menor velocidade de expansão das exportações, ocorreriam problemas financeiros decorrente da valorização. O principal deles diz respeito ao desequilíbrio patrimonial dos Bancos Centrais possuidores, hoje, de cerca de US\$ 1,7 trilhão em reservas, esterilizadas com a emissão de títulos denominados nas respectivas moedas (ver SEÇÃO I).

As dificuldades de eliminação dos desequilíbrios do crescimento global demandam uma reflexão sobre seus possíveis desdobramentos e implicações. Como veremos a seguir, as posições extremas, tanto aquelas que propugnam pela impossibilidade de manutenção dos desequilíbrios quanto as que enxergam limites excessivamente elásticos para a sua continuidade, carecem de realismo. É mais provável que as limitações ocorram no rimo de acumulação desses desequilíbrios, através de ajuste de preços importantes no sistema como a taxa de juros americana e a taxa de câmbio do dólar ante algumas moedas, e na desaceleração dos ritmos de

crescimento do produto e do comércio globais. Senão vejamos.

Na discussão da sustentabilidade do déficit em transações correntes americano convém fazer uma distinção, nem sempre observada na maioria das análises, entre duas dimensões: a de fluxo, relativa ao financiamento do déficit propriamente dito e a de estoques, referente à decisão de alocação final da riqueza. No financiamento do déficit comercial há subjacente uma operação de crédito pela qual um agente privado superavitário, fora dos EUA, aceita uma promessa de pagamento denominado em dólar e rendendo uma certa taxa de juros, ou um pagamento à vista por depósito bancário. Neste plano temos portanto, uma operação privada, de crédito ou de pagamento à vista.

A depender do grau de liberalização financeira do país no qual se origina o superávit, o recebimento do valor das exportações, à vista, ou o vencimento do crédito, dá origem a uma decisão pública ou privada quanto à moeda na qual manter a riqueza. Ela pode ser uma decisão privada, se não há cobertura cambial das exportações, ou uma decisão pública, se os agentes privados são obrigados a vender as divisas ao Banco Central. Assim, neste último caso, muito comum nas economias asiáticas em desenvolvimento, os BCs decidem em qual moeda e instrumento (título e prazo) irão manter essa riqueza. A segunda operação diz respeito à riqueza e pode ser pública. O padrão europeu e japonês é distinto, pois a ausência da cobertura cambial das exportações faz com que a decisão da alocação da riqueza seja estritamente privada.

A operação dos BCs da Ásia em desenvolvimento põe em relevo também duas dimensões distintas da determinação das taxas de câmbio, aquela relativa à paridade entre as suas moedas e o dólar, e a outra referente às taxas de

câmbio entre o dólar e as demais moedas relevantes, o Euro e o Yen. Ao adquirir as divisas resultantes dos superávits comerciais, evitando que ele seja trocado livremente nos mercados locais, os BCs asiáticos mantêm a paridade das suas moedas ante o dólar. Ao mesmo tempo, ao decidirem manter essas reservas em dólar e não em Euro ou Yen não influenciam as taxas de câmbio entre essas moedas.

A distinção é relevante para a discussão do financiamento do crescente déficit em transações correntes americano e da trajetória do dólar. Dado o interesse dos exportadores do mundo inteiro e em particular da Ásia em desenvolvimento, em vender para os EUA, dificilmente deixarão de aceitar uma promessa de pagamentos em dólar para realizar essa venda. Na conversão final da operação de crédito em riqueza e na rolagem desta última é que o problema assume sua dimensão crucial. Nessa etapa os BCs da Ásia em desenvolvimento ou os agentes privados europeus e japoneses vão decidir a alocação entre títulos e moedas distintas. Uma propensão a ter uma menor parcela de dólares no portfólio pode acarretar a desvalorização desse último frente a outras moedas relevantes e implicar, dependendo da intensidade do movimento, uma elevação das taxas de juros. Ou seja, a venda de ativos denominados em dólar e a saída para outras moedas provocam uma queda dos preços dos títulos e elevação da taxa de juros longa nos EUA.

Há por assim dizer uma ordenação hierárquica no problema. É necessário que haja uma modificação no plano da riqueza, vale dizer, que os agentes públicos e privados exijam um prêmio de risco maior para manter a riqueza em dólar. A partir daí pode ocorrer uma maior "dificuldade" para financiamento do déficit em transações correntes dos EUA através da exigência de juros mais altos para financiá-lo. O essencial a apreender é que os movimentos relevantes

ocorrem no âmbito da alocação dos portfólios e que há, nesse plano, agentes com objetivos distintos. De um lado, os agentes públicos, os BCs da Ásia em desenvolvimento, que acumulam ativos em dólar para manter estável a taxa de câmbio das suas moedas visando assegurar a competitividade das exportações para os EUA e o seu *export led growth*. Outros são os interesses dos agentes privados na Europa, Japão e mundo afora, que detêm ativos em dólar. Nesse caso as considerações dizem respeito a risco e rentabilidade.

O período recente, particularmente entre 2001 e 2004 que coincide com a política de taxas de juros muito baixas praticada pelo FED, ilustra a participação distinta dos agentes públicos e privados e as estratégias distintas de alocação de portfólio. A queda da taxa de juros básica (*policy rates*) foi acompanhada da desvalorização do dólar ante moedas relevantes, em particular o Euro, observando-se a simultânea queda da taxa de juros longa nos EUA. A desvalorização explica-se por um vazamento na alocação de riqueza entre dólar e Euro relativa aos instrumentos de curto prazo. Durante este período houve um *spread* em favor do Euro da taxa interbancária de 6 meses.⁴ A taxa longa nos EUA por sua vez reduziu-se, por várias razões: além da demanda firme dos BCs asiáticos cuja contrapartida foi a ampliação de reservas em dólar o destaque fica para as operações domésticas de *carry trade* financiadas por obrigações curtas tomadas a taxa cadente.

Os dados recentes, após Fevereiro de 2005 indicam uma mudança nesse arranjo, pois sob o impacto do aumento da *policy rate* pelo FED o dólar passa a valorizar-se ante o Euro e Yen. De um lado tivemos a inversão do *spread* nas taxas curtas (interbancária) em favor do dólar a responder pela sua valorização. De outro uma

redução das operações de *carry trade* compensada pela demanda firme de *treasuries* por parte dos BCs asiáticos cujo resultado é a manutenção da taxa longa em patamar estável. (ver SEÇÃO I)

Nada indica que tenha havido um movimento consistente de abandono do dólar como principal moeda de reserva do sistema globalizado e muito menos uma dificuldade em financiar déficits em transações correntes ampliados. Mas, isto esteve vinculado a uma clara postura pública dos BCs asiáticos na decisão de alocação de recursos, pois na dimensão privada, houve de fato um vazamento para o Euro ao sabor do diferencial de taxas de juros. Diante desses fatos parece lícito concluir que a situação futura mais provável é a da exigência de prêmios de risco mais altos para manter a atual composição dos portfólios, movimento reforçado pelo volume crescente do passivo externo líquido americano. Vale dizer, o atual ritmo de acumulação de passivos externos pelos EUA deverá acarretar uma elevação da taxa de juros pagas por seus títulos longos.

Os desequilíbrios internos nos EUA

A associação dos desequilíbrios externos da economia americana com o excesso de absorção doméstica oriunda do déficit fiscal é uma tese discutível. A expansão de 1995-2000, por exemplo, foi realizada com superávit fiscal e o déficit em transações correntes já foi muito elevado alcançando nesse último ano o patamar de US\$ 400 bilhões.(ver SEÇÃO I) Outra é a história quando se considera o papel crucial desempenhado pelo consumo das famílias na ampliação da demanda nominal e por consequência no crescimento do PIB dos EUA.

Isto ocorre todavia de uma maneira peculiar, vale dizer, a ampliação dos gastos se faz com elevado grau de independência ante a renda

⁴ Ver a propósito World Bank (2005). *Global Development Finance*. Apr.

disponível. Para as famílias mais ricas tem sido a dinâmica do patrimônio, composto pela riqueza mobiliária e imobiliária, a principal responsável pela ampliação do consumo. Assim, uma espécie de efeito riqueza ao revés, consubstanciado na valorização dos patrimônios líquidos tem servido como critério de decisão no gasto de consumo. A realização dos ganhos patrimoniais não se dá através da venda dos ativos, mas via endividamento. O essencial nessa dinâmica de ampliação do consumo via endividamento, é que os ativos valorizem-se a uma taxa superior à taxa de juros dos débitos.

Para as famílias de renda mais baixa na qual é mais reduzido o peso da riqueza, a evolução imediata da renda disponível deixa também de ser o critério exclusivo para ampliação dos gastos. Isto por que o consumo financiado com endividamento a baixas taxas de juros constitui um mecanismo essencial de antecipação de ganhos futuros de renda. O fundamental nessa equação é que as dívidas não cresçam a taxas muito superiores àquelas do aumento da renda pessoal.

No período recente, entre 2001 e meados de 2004, a política de taxa de juros do FED foi decisiva para estimular esse padrão de demanda efetiva no qual o consumo ocupa lugar de destaque. De um lado permitiu a retomada das cotações, tanto aquelas relativas aos mercados financeiros quanto ao mercado de imóveis, este último com peso crescente na riqueza familiar. Por outro, desacelerou o ritmo de crescimento das dívidas antigas e possibilitou a formação de dívidas novas reforçando a ampliação do consumo. Em resumo, o aumento do consumo tem sido comandado pela bolha de ativos e o crescente endividamento das famílias.⁵

Esse padrão de crescimento tem todavia algumas inconsistências decorrentes da crescente fragilidade financeira das famílias. As dívidas estão crescendo apesar de estarem sendo constituídas e roladas à taxas de juros baixas e estarão sujeitas aos eventuais aumentos dessa última. Isto vale tanto para os débitos de curto prazo, quanto para aqueles de longo prazo com taxas flutuantes e que tem constituído uma parcela crescente dos financiamentos imobiliários. O dado relevante nesse caso é o aumento da relação dívida/renda familiar de 85% em 2001 para 110% em final de 2004. (ver SEÇÃO I)

O incremento das taxas de juros, ao mesmo tempo vai ampliar o valor das dívidas e reduzir os preços das ações e dos imóveis diminuindo o patrimônio líquido das famílias mais ricas. Para as demais famílias a capacidade de servir essa dívida crescente tem se deteriorado em termos potenciais, medida pela relação dívida/renda disponível, em razão do medíocre desempenho do emprego e da renda no ciclo recente (ver SEÇÃO I). A continuidade da elevação da taxa de juros combinada com desaceleração do crescimento empurrará as famílias americanas para uma posição de maior fragilidade financeira com impactos significativos nos gastos de consumo. Essas considerações ilustram também a menor relevância do déficit fiscal na trajetória da economia americana. Dado o peso do consumo na demanda agregada, cerca de 72%, o decisivo para a trajetória de crescimento será a sua resposta às flutuações das taxas de juros.

Se, ponto de vista das relações externas da economia americana as indicações são de uma pressão para a elevação da taxa longa de juros, no âmbito doméstico há um conjunto de pressões e contrapressões a pautar a ação do FED na elevação da taxa básica de juros. As famílias

⁵ Ver a propósito Roach, S (2005): *Original Sin* em Morgan Stanley Global Economic Forum.

constituem o elo frágil⁶ numa eventual subida mais forte dessas taxas. Isto tem determinado em parte, o comportamento cauteloso do FED no aumento progressivo da *policy rate*. Essa estratégia pode todavia ser posta em cheque pela elevação suave mas persistente da taxa de inflação nos EUA. (ver seção I) Dada a pressão exercida pelos preços das *commodities* nos índices de preços por atacado nos EUA será essencial manter o crescimento em patamares moderados para evitar repasses dos aumentos de custos aos preços. Ademais, o incremento dos juros básicos também tem implicações sobre o valor do dólar ante outras moedas chave o aumento de preços das *commodities*.

Se é possível prever a continuidade da elevação da taxa de curto prazo nos EUA, qual pode ser a partir daí o comportamento da taxa longa? A taxa de juros de longo prazo, numa economia com mercados financeiros profundos como a americana tem dois componentes distintos: o primeiro diz respeito a um dado objetivo e compreende a trajetória observada da taxa de juros de curto prazo (decomposta na taxa real de juros e na inflação observada), à qual acrescenta-se um componente subjetivo ou um prêmio de risco que reflete o grau de certeza que os agentes têm quanto esses fatores objetivos. A trajetória esperada da taxa de juros de curto prazo, determinada pela política do FED, e a avaliação sobre o comportamento futuro da inflação influenciam o componente subjetivo e afetam o prêmio de risco da taxa longa sobre a curta.

No passado recente; de meados de 2004 até o primeiro bimestre de 2005, os aumentos consecutivos da taxa de juros de curto prazo definida pelo FED não alteraram substancialmente a taxa de longo prazo, numa aparente paradoxo, o *conundrum* do sr. Greenspan. É bem provável que

o aumento progressivo da taxa de curto prazo venha sendo entendido como temporário pelos mercados, que julgam as pressões inflacionárias como transitórias, e a baixa inflação como sustentável no longo prazo. Assim, caiu o prêmio de risco entre as taxas longas e curtas pois espera-se um declínio futuro da taxa de inflação. O fato é que a atual taxa de curto prazo estabelecida pelo FED, descontada à inflação corrente, ainda é ligeiramente negativa em termos reais. Nesse contexto se a expectativa de queda futura da inflação é substituída pela da sua manutenção no atual patamar ou mesmo por outra de sua ligeira ampliação, as taxas curtas deverão, como resposta, continuar subindo e por consequência a taxa longa.

Além desses fatores, no plano doméstico, é possível apontar ainda a demanda ampliada, mas circunstancial por títulos de longo prazo por parte dos fundos de pensão,⁷ e no plano externo a firme demanda de *treasuries* pelos BCs asiáticos como elementos de pressão, para cima, no preço dos títulos e para baixo, na taxa longa de juros. Apesar disso, é muito possível que a suave mas visível alteração recente da taxa de longo prazo esteja relacionada à mudanças nas expectativas de inflação e alguma desconfiança quanto ao ritmo de elevação da taxa básica pelo FED. Por essas razões, é provável que as taxas de juros de curto e longo prazo continuem a elevar-se progressivamente nos EUA.

As implicações para os emergentes

A continuidade de subida das taxas de juros de curto e longo prazo nos EUA, mesmo moderada, tem sérias implicações sobre vários tipos de mercados financeiros e a atividade econômica dentro e fora dos EUA. O primeiro

⁶ Ver a propósito IMF (2005). *Global Financial Stability Report*, Mar.

⁷ A avaliação da importância demanda de títulos de longo prazo por parte dessas instituições encontra-se em BIS (2005). *Quarterly Review*. Mar.

aspecto a considerar é que o aumento da taxa de longo prazo torna mais atrativas as compras dos *treasuries* de 10 anos reduzindo a predisposição à compra de títulos nos mercados de *high yield* com conseqüências para o financiamento dos países emergentes.

Um dos subprodutos mais importantes da política monetária posta em prática pelo FED entre 2001 e 2004 foi a queda generalizada e consistente dos *spreads* dos títulos de risco elevado (*high yield*). O mecanismo de transmissão está relacionado a queda da taxa de juros de longo prazo e a busca de aplicações de maior retorno. No segmento de alto rendimento os títulos dos emergentes ganharam destaque, o que ocasionou uma queda consistente dos *spreads* de um patamar médio de 900 pontos-base em meados de 2002 para cerca de 350 pontos-base no início de 2005. Essa forte e persistente queda está intimamente relacionada à abundância de liquidez e a operações de *carry trade* tal qual ocorreu inicialmente com os títulos longos americanos. Ou seja, a política de taxas de juros muito baixa desencadeou um processo de arbitragem, inicialmente ao longo das várias maturidades dos títulos de menor risco e em seguida naqueles de maior risco de crédito.⁸

Ao contrário do que sugere o FMI⁹ este processo, nos seus determinantes essenciais, guardou pouca relação com a melhoria dos fundamentos macroeconômicos dos países emergentes. É mais correto afirmar que tenha desencadeado ou reforçado o bom desempenho econômico nesses países. De qualquer modo a subida da taxa de juros de longo prazo na economia americana vai ocasionar a reversão do ciclo de liquidez e o aumento dos *spreads* para os títulos dos países emergentes. Ao que tudo indica o processo já está em curso pois, a partir de

Fevereiro de 2005 houve uma ampliação dos *spreads* dos emergentes e dos títulos de *high yield* em geral. (ver SEÇÃO I) Se a percepção dos agentes, é que a taxa de longo prazo vai continuar subindo, o processo de deterioração dos títulos dos emergentes terá seguimento. A dúvida diz respeito apenas à sua intensidade e extensão.

Uma das dimensões relevantes, mas pouco enfatizadas do ciclo de recente de abundante liquidez, diz respeito a seus impactos em alguns mercados de ativos reais. Da perspectiva dos países emergentes o central são os efeitos nas cotações das *commodities*. Os preços dessas últimas aumentaram continuamente após 2002, coincidindo com a redução dos *spreads* dos títulos dos emergentes e a desvalorização do dólar. Isto indica que além das aplicações em títulos de maior risco a diversificação de portfólios compreendeu também os mercados de *commodities*. Isto, provavelmente, conduziu a exacerbação das cotações cujo aumento estava originalmente associado a desvalorização do dólar e ao novo perfil de crescimento do comércio, em particular, à participação da China.

Há assim, um elemento financeiro-especulativo na ampliação dos preços das *commodities* observado desde 2002. Isto ajuda a explicar o padrão de crescimento do comércio exterior em 2003 e 2004 do qual fazem parte, um aumento simultâneo do volume e dos preços. Em 2004, o aumento de 21% no valor decorreu da combinação entre um crescimento de 9% no volume e 11% dos preços. Já em 2003 a variação de 17% foi explicada por incremento de 5% no volume e 11% nos preços. No biênio, enquanto o volume de comércio cresceu 15% os preços aumentaram 23%.¹⁰ Ou seja, o aumento de volume é forte, mas não excepcional, tendo sido observado valores iguais ou superiores em vários

⁸ Ver a esse respeito o relatório do BIS (2005). op. cit.

⁹ Ver *Global Financial Stability Report*. op. cit.

¹⁰ Dados da WTO (2005). *World trade 2004*.

anos da década anterior como em 1994, 1997 ou 2000 todos com incremento de volume acima de 9% ao ano. O discrepante é o crescimento de preços do qual o de *commodities* representa a maior contribuição. A título de exemplo, do início de 2002 a meados de 2005, os preços da Energia aumentaram 120%, das *commodities* metálicas 60% e das agrícolas 40%.¹¹

É fato que o crescente peso da China e da Ásia no comércio internacional, reflexo de seu crescimento mais rápido e da sua particular insuficiência na oferta de matérias primas, contribuiu de maneira importante para a trajetória assinalada acima. A título de exemplo, em 2003 a participação chinesa na demanda total de petróleo foi de 10%, e de 20% nas *commodities* metálicas. Seu peso na demanda adicional dos mesmos itens em 2004 foi de respectivamente 20% e 40%. Dessa maneira é lícito concluir que o dinamismo do comércio que tanto beneficiou os países periféricos produtores de matérias primas, teve origem tanto no ciclo de liquidez, e nos seus efeitos sobre preços, quanto no dinamismo do crescimento mundial, particularmente do bloco asiático, e nos seus impactos sobre quantidades.

É oportuno ressaltar que a dinâmica do comércio internacional e em particular das *commodities* será afetada tanto pela diminuição do ritmo de crescimento; global, dos EUA e da Ásia; quanto pela elevação das taxas de juros. Isto significa dizer que o bloco asiático apesar do dinamismo não tem autonomia para crescer independentemente da economia americana.¹² Ou seja, o elo dinâmico do crescimento passa em primeira instância pelo *global sourcing* do EUA-China, e em segunda, pelas ligações dessa última com os demais países asiáticos via *global sourcing* e comércio de manufaturas e por fim pelas relações

nas quais predominam o comércio de matérias primas entre o bloco asiático e vários países emergentes. Uma desaceleração da economia americana fatalmente afetará todos os elos da cadeia. Resta saber qual deles estará mais preparado para a reversão do cenário benigno. (ver SEÇÃO I)

A evolução recente dos dois grupos de países emergentes, os *trade accounts* e os *capital accounts*, sob o impacto do contexto internacional benigno, parece ter borrado as distinções entre os mesmos. Em primeiro lugar porque todos os dois grupos, e não apenas os *trade accounts*, realizaram superávits em conta corrente e ampliação de reservas. Por sua vez, enquanto os primeiros continuam absorvendo capitais em termos líquidos os outros mostraram fluxos negativos, acarretando a redução do passivo externo líquido. Na América Latina, o pagamento dos empréstimos ao FMI e a saída de algumas modalidades de capitais especulativos explicam a contração líquida dos fluxos de capitais. (ver SEÇÃO I)

Da perspectiva da conta de comércio o essencial para os *capital accounts* é a continuidade do crescimento associada a melhoria de preços e dos termos de troca.¹³ Nunca é demais, apontar o papel essencial cumprido pela ascensão de preços que ao fim e ao cabo estão associados aos desequilíbrios internacionais. São significativas as condições menos propícias encontradas pelos *trade accounts* pois a taxa de crescimento do comércio para os seus produtos em especial os eletroeletrônicos, declina já em meados de 2004, por força da desaceleração européia e japonesa. Já os preços caem de maneira expressiva certamente, por várias razões mas sobretudo, por efeito da maior concorrência no mercado dos EUA e do

¹¹ Dados de World Bank (2005). op. cit.

¹² Ver a esse respeito Asian Development Bank (2005). *Asian Development Outlook 2005*.

¹³ Ver a propósito Cepal (2005). *Balance preliminar de las economías de América Latina e Caribe 2004*.

excesso de capacidade instalada.¹⁴ De qualquer modo as condições menos favoráveis não comprometem a capacidade de realizar superávits comerciais e acumular reservas.

Na conta de capital a absorção dos *trade accounts* realiza-se prioritariamente via IDE (61%) e secundariamente pelo investimento de portfólio (39%). Todavia ao final de 2004 são observados importantes fluxos bancários de curto prazo com intuito especulativo, ligados à expectativa de valorização das moedas locais. No âmbito dos *capital accounts*, apesar da redução do passivo externo líquido, é observada desde o final de 2004 um crescimento de fluxos de curto prazo associados também à expectativa de apreciação de algumas moedas, em particular do real. Uma distinção importante é que nos *trade accounts*, com a exceção da Coreia, as taxas de câmbio mantêm-se praticamente estáveis enquanto observa-se uma valorização significativa nos *capital accounts*. (ver SEÇÃO I)

Diante dessas evidências pode-se concluir que a mudança do cenário internacional, compreendendo a elevação das taxas de juros de curto e longo prazo e a desaceleração do crescimento do produto e do comércio internacional, afetará com mais intensidade os *capital accounts*. Mas isto não é tudo; a persistência do cenário benigno, enquanto durar, também afetará negativamente, via inflação, esses últimos.

A análise acima sugere que os países emergentes, em particular os *capital accounts*, viverão a partir do ano em curso uma situação paradoxal diante da evolução do cenário internacional. A hipótese de manutenção do cenário benigno, com os ingredientes assinalados acima, vale dizer, continuidade do crescimento do comércio, desvalorização do dólar e aumento dos preços das matérias primas, acompanhados da

preservação do ciclo de liquidez, poderá ser desfavorável a esses países, a depender da política econômica a ser posta em prática.

A continuidade terá como impacto negativo o crescimento das pressões inflacionárias via preços de *commodities*. Por sua vez continuará melhorando a capacidade de pagamento externa dos países o que associado ao diferencial de juros atrairá capitais especulativos. Se a resposta da política macroeconômica doméstica for a de tentar limitar os efeitos do choque dos preços sobre a inflação doméstica, via aumento das taxas de juros, valorização das moedas locais e aumento dos saldos primários, essas economias deverão sofrer forte desaceleração. A intensidade da política deflacionária dependerá da postura das autoridades econômicas locais, porém, no atual contexto ela será, em algum grau, inescapável.

Ao revés, a deterioração ou reversão do cenário externo será ainda pior para os países *capital accounts* embora não inócua para os *trade account*. Nesses últimos dada a menor dependência dos financiamentos externos, a magnitude elevada das reservas internacionais e a pequena apreciação da taxa de câmbio, o impacto ocorrerá via desaceleração do comércio o que certamente implicará em sacrifício da taxa de crescimento do produto. Já nos primeiros a saída de capitais promoverá uma depreciação mais intensa da taxa de câmbio e a exacerbação da política deflacionária para coibir os seus efeitos.

As mudanças no cenário internacional e a economia brasileira

Como foi dito no início dessa INTRODUÇÃO, numa economia com as fragilidades da brasileira, as respostas da política econômica ante a reversão do cenário externo terão um papel crucial na determinação dos impactos dessas mudanças sobre a trajetória de crescimento. Desse ponto de

¹⁴ Ver a esse respeito Asian Development Bank (2005). op. cit..

vista, a continuidade e mesmo exacerbação do caráter restritivo da política macroeconômica sem um aprofundamento da política de desenvolvimento, deverá ocasionar uma significativa desaceleração cuja intensidade não pode ser calculada *a priori*. O risco mais significativo é todavia, resvalar para uma trajetória de *stop and go*.

A vulnerabilidade externa revisitada

Na visão das autoridades econômicas brasileiras, em particular do Banco Central e da Fazenda, compartilhada pela maioria dos analistas do mercado e pela imprensa, a economia brasileira hoje, seria muito menos vulnerável a uma mudança de humor dos mercados financeiros globais. A situação seria tão confortável a ponto de permitir abrir mão da renovação do acordo com o FMI como foi decidido em Abril de 2005. Em discordância com essa tese propomos que a vulnerabilidade, embora atenuada, ainda é significativa em particular no plano da liquidez. Quanto à solvência a continuidade da melhora estaria a depender tanto da preservação do cenário externo benigno quanto da reversão da apreciação do real.

Uma reversão do ciclo de liquidez afetará desproporcionalmente os países de pior classificação de risco, o Brasil inclusive. A sabedoria convencional vê apenas um lado da questão ao assinalar a melhoria dos indicadores de liquidez do país como fator de ampliação da resistência aos choques externos. Para avaliar a correção dessa tese deve-se considerar duas dimensões importantes da evolução recente das contas externas do Brasil: o volume e as modalidades das operações de curto prazo e o grau de abertura financeira do país. A situação de liquidez medida pelo indicador convencional melhorou substantivamente nos últimos meses por conta das maciças aquisições de reservas pelo

do Banco Central e ainda mais recentemente pela incorporação das reservas emprestadas pelo FMI às reservas disponíveis. Um volume de reservas da ordem de US\$ 60 bilhões e uma relação entre exigências de curto prazo e reservas abaixo de um indicam, em princípio, uma situação mais confortável.

O problema é que este indicador não captura o conjunto de operações de arbitragem realizadas no passado recente além de considerar apenas as exigências de divisas oriundas de credores e investidores no país, os chamados não residentes. Todavia cabe considerar que a demanda potencial de divisas por residentes foi ampliadas em decorrência das resoluções recentes do CMN. Com as modificações nas regras cambiais patrocinadas pelo Banco Central e acatadas pelo CMN através das resoluções 3.265 e 3.266 de março de 2005, ficou mais simples, acessível e barato para os residentes realizar operações de investimento de portfólio no exterior. Por essa razão, em momentos de *stress* cambial deverá ocorrer uma demanda ampliada de divisas.

O indicador exclui também três outras demandas potenciais por divisas importantes. A primeira decorreria da mudança eventual de posição nas operações de derivativos realizadas por *hedge funds*.¹⁵ A segunda, do crescente volume de ACCs, cuja média diária passou de US\$ 276 milhões em setembro de 2004 para US\$ 363 em março de 2005. A terceira, da ampliação da posição vendida, em dólar, pelos bancos, cujo aumento líquido foi de mais de US\$ 3 bilhões no período em questão. O sentido de operações de arbitragem tão diversas é o de tirar proveito do elevado diferencial entre taxa de juros externa-

¹⁵ Para uma discussão detalhada dessas operações e seu impacto na taxa de câmbio ver, Farhi, M (2005). Os vínculos entre a taxa de juros o risco país e a taxa de câmbio do real. *Política Econômica em Foco*, n. 4, maio/out. 2004. (Suplemento 4).

interna e da perspectiva de valorização do real. Sua sensibilidade a redução desse diferencial de taxa de juros ou as possíveis desvalorizações do real são inequívocas. (ver SEÇÃO II)

A permissividade quanto a apreciação da taxa de câmbio por parte do Banco Central baseia-se numa estratégia de política econômica; o seu uso para reduzir a taxa de inflação, e na presunção de que a flutuação do câmbio é capaz de evitar a arbitragem dos capitais de curto prazo e os ataques especulativos ao real. Subjacente a esta última tese está a idéia de que a livre flutuação da taxa de câmbio inibe a entrada de capitais para arbitragem com o diferencial de taxas de juros pois a variação da primeira pode anular esses ganhos.

Por sua vez, considera-se que durante ataques especulativos a desvalorização teria o condão de inibir a saída dos capitais ao promover a perda de valor dos ativos medidos em moeda forte. Quanto ao primeiro aspecto cabe assinalar que no regime de câmbio flutuante, da perspectiva dos capitais especulativos, a taxa de câmbio converte-se num ativo, tornando-se ela própria objeto de especulação como, aliás, tem ocorrido recentemente na Ásia e em vários países emergentes inclusive no Brasil. O segundo argumento também não encontra guarida na realidade. Com moedas inconvertíveis, cujo limite de variação da taxa de câmbio é bem mais elástico, em momentos de crise, as desvalorizações não limitam mas estimulam a fuga de capitais.

De uma perspectiva de longo prazo, a maior resistência aos choques externos por parte da economia brasileira suporia a continuidade do cenário internacional durante um período de tempo mais dilatado para permitir a continuidade dos saldos em transações correntes elevados e reduções adicionais no endividamento de longo prazo. Este último tem se reduzido por conta da

supressão dos estímulos ao endividamento advindos da combinação entre câmbio flutuante e aumento do custo do *hedge* interno. Além disso também tem sido influenciado pela percepção da instabilidade dos mercados financeiros globais e ocorrência de sucessivas situações adversas para a rolagem da dívida.

Quanto a manutenção dos saldos em transações correntes ele dependerá sobretudo da performance das exportações cuja continuidade é pouco provável. No segmento das *commodities* é previsível uma diminuição significativa do crescimento em razão da mudança no cenário internacional no qual já é possível vislumbrar uma desaceleração no volume de comércio acompanhada da queda de preços. Este último deverá se materializar, apesar do efeito quantidades ou efeito China favorável, por conta do aumento da taxa de juros americana, com a revalorização do dólar e a menor especulação com estoques. Quanto ao crescimento dos manufaturados, os obstáculos advirão de fatores internos, como a apreciação da taxa de câmbio e de constrangimentos externos como a crescente concorrência da China (ver SEÇÃO II).

Limites e implicações da política monetária

A evolução recente da inflação no Brasil, revela o peso do choque internacional benigno e a inadequação do regime de metas para lidar com o problema. Olhada a sua evolução pelo índice de preços ao consumidor duas características devem ser ressaltadas: após meados de 2004, tomando-se o dado de 12 meses, verifica-se uma trajetória do índice cheio sistematicamente acima dos núcleos (por exclusão e médias aparadas) denotando um padrão de choque, e o crescimento mais rápido dos preços monitorados ante os demais indicando um peso expressivo da inércia. O exame do índice de preços por atacado confirma a relevância do choque exógeno de preços através do aumento

expressivo dos preços das matérias primas, sistematicamente acima dos demais e em valores muito elevados.(ver SEÇÃO III)

Em razão dos dados destacados acima parece evidente que a dinâmica da inflação brasileira foi comandada por choques exógenos de preços e pela inércia resultante da indexação formal de parcela expressiva do IPCA ao IGP-DI. Assim, além dos impactos originados nas elevações significativas das *commodities*, do qual o Brasil é grande exportador, há uma passagem adicional e automática desses choques através dos preços administrados cujo critério principal de reajuste é o IGP-DI cuja evolução sofre grande influência do índice de preços por atacado, exatamente aquele que reflete de maneira mais fidedigna esses choques.

Apesar dessas peculiaridades da inflação brasileira o BC tem se pautado por um comportamento ortodoxo e inflexível recusando-se a relaxar a meta de inflação revista de 4,5% para 5,1%. De um lado tem ampliado recorrentemente a taxa de juros básica da economia com o objetivo de desacelerar o crescimento da demanda agregada. De outro, ao praticar taxas de juros excessivamente elevadas tem deliberadamente ocasionado uma crescente entrada de capitais de curto prazo cuja conseqüência tem sido a apreciação da taxa de câmbio com efeitos práticos sobre a taxa de inflação comandada por choques externos de preços. A escolha do BC foi clara, diante de um choque de preços exógenos significativo optou por desacelerar drasticamente a demanda como forma de evitar a passagem desse choque para os preços livres, pondo em prática a chamada contenção secundária, e buscou apreciar a taxa de câmbio para diminuir a intensidade desse último nos preços das *commodities* denominados em reais.

O problema central da estratégia do Banco Central é o de seus custos no curto e longo prazos. Vale dizer, além do sacrifício que impõe em termos de produto, emprego e custo da dívida pública por não aceitar uma taxa de inflação mais alta, há implicações de maior duração. Se, como foi assinalado, o aumento da taxa de inflação tem ocorrido principalmente por conta dos choques exógenos de preços, que em princípio devem reverter num horizonte de tempo previsível, minimizar a sua intensidade via apreciação da taxa de câmbio implica uma deterioração presente da competitividade dos manufaturados e pode significar uma deterioração futura da competitividade do segmento de matérias primas. Além do mais, essa estratégia não evita a mudança permanente de preços relativos em favor dos bens administrados o que constitui um problema adicional na redução da competitividade.

Numa situação como esta seria preferível acomodar o choque com uma taxa de inflação mais alta ao invés de usar a taxa de câmbio para amenizar a sua passagem aos preços domésticos. Ou seja, dada a magnitude do choque, a ampliação da meta seria imprescindível pois a chamada contenção secundária, sem relaxamento da meta, tem custos muito altos em termos de produto e emprego dada a contração da demanda agregada exigida para manter a inflação dentro dos limites propostos inicialmente. Assim, com os aumentos de custos originados da ampliação dos preços das matérias primas da ordem de 40% a 50% somente uma drástica redução da demanda possibilitaria absorvê-los através da contração das margens de lucro nos setores que utilizam essas matérias primas como insumos. Ademais essa contração de margens de lucro é necessariamente desigual em razão das diferentes estruturas de mercado, atribuindo um ônus excessivo aos setores mais competitivos.

A explicação do Banco Central e da ortodoxia para a resistência à queda da inflação desloca a questão para dois outros planos, o da não operação a contento dos mecanismos de transmissão em razão de inovações financeiras, e o expansionismo da política fiscal. No caso dos mecanismos de transmissão o argumento é que várias inovações financeiras, com destaque para o crédito consignado, estariam acarretando o crescimento significativo dos financiamentos em substituição às formas tradicionais. Assim o encarecimento das modalidades convencionais de financiamento em razão do aumento da taxa básica de juros (SELIC) seria anulado em razão da sua substituição pelas novas formas.

A avaliação do comportamento do mercado financeiro em 2004 revela, de fato, o surgimento de inovações financeiras relevantes para além do crédito consignado. No financiamento das empresas as duas grandes novidades originaram-se no mercado de capitais. A primeira refere-se à ampliação do financiamento às empresas via debêntures que alcançaram um valor de R\$ 26,3 bilhões, algo como 12,5% do estoque de crédito concedido pelo sistema bancário às pessoas jurídicas. A inovação mais expressiva foi a ampliação dos fundos de recebíveis mas que captaram apenas R\$ 2 bilhões em 2004 (ver SEÇÃO III).

Essas novas formas de financiamento às empresas são importantes por conta de seus custos sensivelmente mais baixos, fixados em proporções variáveis (entre 100% e 112%) do CDI. Aqui duas observações são importantes para dimensionar seu potencial: em primeiro lugar, são formas de financiamento muito seletivas só acessíveis a empresas de certo tamanho e boa classificação de risco e portanto com capacidade de expansão relativamente limitadas. Ademais, tudo indica que possuem sensibilidade muito alta às variações das taxas de juros básicas da

economia. Assim, se é certo que essas inovações possibilitaram a expansão do financiamento às empresas, a menor custo em 2004, substituindo modalidades mais onerosas, não é menos certo o seu caráter restrito e sua alta sensibilidade à política monetária.

Quanto ao crédito consignado, embora sua expansão tenha ocorrido a taxas elevadas, dobrando em termos reais em 2004, o seu volume ainda é pouco expressivo quando comparado ao total concedido, alcançando 30% do crédito pessoal e 12,5% do crédito total concedido às pessoas físicas. Ademais uma parcela desse crédito foi utilizada não para o consumo mais para substituir outras formas de crédito pessoal, mais onerosas. A partir do quarto trimestre de 2004, o peso do seu crescimento não é suficiente para evitar a desaceleração observada na concessão do crédito total às pessoas físicas. Tampouco a continuidade do seu aumento é suficiente para deter a contração da concessão de novos créditos às pessoas físicas, medida pela média das concessões diárias, a partir de março de 2005 (ver SEÇÃO III).

Em resumo, embora as inovações financeiras tenham sido relevantes em 2004, contribuindo para explicar a ampliação dos financiamentos à famílias e empresas, nada indica que pelo seu volume relativo ou reação, hajam impedido a operação dos mecanismos de transmissão da política monetária. Aliás, o argumento da ortodoxia encampado pelo Banco Central soa contraditório na medida em que se reconhece a ineficácia *a priori* do aumento da SELIC para reduzir o volume de crédito na economia. Isto exigiria outro tipo de medida para tornar o mecanismo de transmissão mais eficaz o que não foi implementado pelo Banco Central. O argumento da ineficácia dos mecanismos de transmissão parece ter endereço certo: constatar essa ineficácia mas aceitá-la por representar a

expansão, desejável do gasto privado e, em contrapartida, cobrar o ajuste nos gastos indesejáveis, aqueles oriundo do setor público.

A âncora fiscal

No que tange à política fiscal a proposição do seu caráter expansionista repousa na hipótese discutível da existência, no Brasil, de um elevado multiplicador do orçamento equilibrado. No arranjo fiscal brasileiro estão presentes as seguintes características: uma elevada regressividade da tributação com peso expressivo dos impostos indiretos e, alta participação do superávit primário convertido em pagamentos de juros. A regressividade do sistema tributário retira renda daqueles que têm maior propensão a gastar, vale dizer, a consumir ou investir. O superávit primário convertido em pagamento de juros por sua vez esteriliza esta renda transformando-a em riqueza dos detentores e títulos públicos. As proporções nas quais isto ocorre indicam que o arranjo fiscal brasileiro tem se constituído num mecanismo contracionista da renda além de um instrumento de sua concentração.¹⁶

Esse caráter contracionista e concentrador tem se agravado nos últimos meses condicionado pela política monetária restritiva do Banco Central. Assim, dado o perfil da dívida pública a elevação da taxa Selic determinou uma retomada do seu crescimento. A resposta do Ministério da Fazenda foi contingenciar gastos públicos e ampliar o superávit primário. Assim é muito provável que essa medida converta-se em permanente, vale dizer, a preservação das taxas de juros em patamar mais alto do que no ano passado e a desaceleração do crescimento do PIB

exigirão um superávit maior para manter a dívida pública estabilizada.

A trajetória recente da política fiscal no Brasil demonstra seu estatuto peculiar, ou seja, a sua subordinação à evolução das demais políticas. Os desequilíbrios oriundos dos estoques condicionam a evolução dos fluxos. A trajetória da dívida, devido a seu perfil e magnitude, a faz muito sensível às políticas monetária e cambial. Assim a execução fiscal passa a se pautar em primeira instância e cada vez mais pela trajetória da dívida e o objetivo de assegurar-lhe um crescimento compatível com a sua solvência. Nessas circunstâncias a tentativa do Ministério da Fazenda de construir uma âncora fiscal através da definição de uma trajetória de queda acentuada da dívida pública deverá implicar no sacrifício da dimensão anticíclica dessa política e no seu contracionismo ampliado. (ver SEÇÃO IV)

Com esses parâmetros vejamos como deverá se comportar a política fiscal em 2005. De um lado, o superávit primário terá de aumentar para fazer face a uma carga de juros ampliada. De outro, não parece viável aumentar ainda mais a carga tributária. Aliás o Governo definiu na LDO para 2006 um limite máximo de 16% do PIB para a mesma, comprometendo-se em obedecê-lo já em 2005. Com limites para a arrecadação tributária e o caráter prioritário do saldo primário para fazer face à carga de juros crescente, os gastos públicos em bens e serviços são obtidos como resíduo. Assim, em 2005, diante de uma desaceleração do crescimento do produto e das receitas será inexorável obter os recursos para o aumento do saldo primário da contração relativa de gastos. A depender da magnitude dessa desaceleração e do aumento da carga de juros isto pode levar à redução absoluta e não apenas relativa dos gastos públicos em bens e serviços (ver SEÇÃO IV).

¹⁶ Para uma discussão mais detalhada da questão ver: Macedo e Silva, A. C. (2005). O debate sobre o arranjo fiscal brasileiro – Um pouco de aritmética keynesiana. *Política Econômica em Foco*, n. 4, (Suplemento 7).

O fantasma do *stop and go*

A discussão sobre as perspectivas de crescimento da economia brasileira em 2005 e 2006 deve levar em conta o conjunto das questões discutidas acima, ou seja, a reversão do cenário internacional e o comportamento da política macroeconômica. Adicionalmente há a considerar os efeitos que a política de desenvolvimento pode exercer sobre essas tendências. Tudo leva a crer, na manutenção do padrão de crescimento da economia observado nos últimos anos, o *stop and go*.

O perfil de crescimento intermitente, tem na sua base, a ausência de um horizonte de longo prazo para as decisões estratégicas, em particular as de investimento. Como assinalado no início dessa Introdução nas economias periféricas é central a participação do estado na criação dessa perspectiva temporal mais ampla para o crescimento sem o que este fica a mercê das flutuações conjunturais da demanda. A ausência de um modelo de crescimento faz com que a economia brasileira seja mais sensível às flutuações de curto prazo ou a políticas macroeconômicas de corte contracionista. Elas atingem com maior intensidade não só a trajetória da demanda agregada, mas a evolução do produto potencial ou a taxa de investimento.

A instabilidade econômica, decorrente dos elevados estoques de passivos externo e interno, associada a um regime de política macroeconômica deflacionário tem se constituído no principal condicionante do crescimento da economia brasileira. Em paralelo a isto uma política de desenvolvimento, que por seus objetivos e instrumentos de escopo limitado e, pela sua gestão, muito condicionada por restrições macroeconômicas, tem se mostrado insuficiente para construir o necessário horizonte de longo prazo. Nesse quadro tanto a mudança de cenário

externo quanto a ampliação do caráter contracionista da política macroeconômica terão efeitos severos.

Como já ressaltado em números anteriores desse boletim, o crescimento da economia brasileira em 2004 ocorreu apesar do caráter restritivo da política macroeconômica, em razão do efeito oriundo do cenário internacional benigno. Ele foi fruto todavia de uma combinação peculiar. O impulso das exportações líquidas transmitiu-se à economia doméstica pelo efeito acelerador ou seja, via investimento nos setores produtores de bens comercializáveis, após três anos de crescimento excepcional das vendas externas. Os efeitos multiplicadores foram parcialmente anulados em razão do desempenho medíocre dos rendimentos e da massa salarial o primeiro, decorrente das sucessivas desvalorizações cambiais ocorridas entre 2001 e 2003 e, do pouco dinamismo do emprego.

Em 2004, aos impactos das exportações líquidas e do investimento induzido pelas mesmas soma-se a ampliação do consumo de bens duráveis alimentada pelo crédito para produzir o crescimento do PIB de 5,2%. Esse crescimento padece todavia de desequilíbrios significativos, como por exemplo, o pequeno dinamismo dos setores industriais produtores de bens cujo desempenho depende da massa salarial ou ainda o baixo patamar de investimentos destinados à infra-estrutura cuja dependência do investimento público lato sensu é crucial.

As possibilidades de manutenção do ritmo de crescimento em 2005, ou pelo menos da sua desaceleração moderada, residiriam diante da provável redução do impulso oriundo do setor externo, na ampliação dos gastos com infra-estrutura e no aumento do consumo de bens correntes. As restrições orçamentárias e o quase certo contingenciamento dos gastos com

investimentos colocam um limite claro para as primeiras. Já a ampliação do consumo não encontra estímulos na expansão da massa salarial em razão de seu modesto crescimento. Ou seja, transitar para um padrão de crescimento centrado na absorção doméstica requereria políticas de desenvolvimento, incluindo as de distribuição de renda, muito mais articuladas e de maior densidade.

Os dados sobre a evolução no primeiro trimestre de 2005 das variáveis de produção emprego e renda, mostram uma já significativa desaceleração do crescimento em todas as dimensões, motivadas pelas insuficiências das políticas de desenvolvimento combinadas com os efeitos contracionistas da política macroeconômica presentes na taxa de juros em elevação, apreciação cambial e aumento do superávit primário.

O mais significativo nesses indicadores é a forte desaceleração do investimento expressa na reversão mais intensa da produção de bens de capital. Informações, provenientes do sistema BNDES como a da redução de consultas e dos desembolsos para a indústria de transformação confirmam a desaceleração do investimento (ver SEÇÃO V).

Assim, tudo indica que os estímulos oriundos da política de desenvolvimento tem sido insuficientes para contrarrestar aqueles advindos da política macroeconômica, podendo-se prever a reprodução do padrão *stop and go*. Fica sugerido portanto que nesse contexto a política de desenvolvimento desempenhará apenas um papel compensatório.