

**A supremacia dos mercados
e a política econômica do Governo Lula.**

Ricardo Carneiro (org)

Luiz Gonzaga de Mello Belluzzo

Antonio Carlos Macedo e Silva

André Martins Biancareli

Daniela Magalhães Prates

Maryse Farhi

Francisco Luiz Cazeiro Lopreato

Cláudio Roberto Amitrano

Cláudio Maciel

Mariano Laplane

Fernando Sarti

Marcos Antonio Macedo Cintra

SUMÁRIO

APRESENTAÇÃO	iii
---------------------------	-----

INTRODUÇÃO

A supremacia dos mercados e a política econômica do governo Lula

<i>Ricardo Carneiro</i>	1
-------------------------------	---

PARTE I - O CONTEXTO INTERNACIONAL

SEÇÃO I

As transformações da economia capitalista no pós-guerra e a origem dos desequilíbrios globais

<i>Luiz Gonzaga de Mello Belluzzo</i>	25
---	----

SEÇÃO II

A montanha em movimento: uma notícia sobre as transformações recentes da economia global

<i>Antonio Carlos Macedo e Silva</i>	43
--	----

SEÇÃO III

Países emergentes e ciclos internacionais

<i>André Martins Biancareli</i>	87
---------------------------------------	----

PARTE II - ESTABILIDADE E POLÍTICAS MACROECONÔMICAS

SEÇÃO IV

A inserção externa da economia brasileira no governo Lula

<i>Daniela Magalhães Prates</i>	121
---------------------------------------	-----

SEÇÃO V

O impacto dos ciclos de liquidez no Brasil: mercados financeiros, taxa de câmbio, preços e política monetária

<i>Maryse Farhi</i>	155
---------------------------	-----

SEÇÃO VI

Política fiscal: mudanças e perspectivas

Francisco Luiz Cazeiro Lopreato 187

PARTE III – CRESCIMENTO ECONÔMICO E POLÍTICAS DE DESENVOLVIMENTO

SEÇÃO VII

O modelo de crescimento da economia brasileira no
período recente: condicionantes, características e limites

Cláudio Roberto Amitrano 209

SEÇÃO VIII

Políticas de regulação de setores infra-estruturais no
governo Lula (2003-2005)

Cláudio Maciel 253

SEÇÃO IX

Prometeu Acorrentado: o Brasil na indústria mundial no
início do século XXI

Mariano Laplane e Fernando Sarti 275

SEÇÃO X

A reestruturação patrimonial do sistema bancário brasileiro
e os ciclos de crédito entre 1995 e 2005

Marcos Antonio Macedo Cintra 297

APRESENTAÇÃO

Este livro é produto de uma reflexão coletiva realizada nos últimos três anos e meio no Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica do Instituto de Economia da UNICAMP. Durante esse período, a equipe de professores responsável pelo boletim *Política Econômica em Foco* produziu sete números desse periódico, aos quais se agregaram cerca de vinte e cinco suplementos. Vários aspectos da conjuntura econômica internacional e nacional, bem como do perfil e implicações da política econômica doméstica, foram examinados nessas publicações. A sua divulgação através da Internet, consolidou um número significativo e regular de leitores.

A decisão de realizar no número sete deste boletim, uma avaliação da política econômica posta em prática no governo Lula, gerou um conjunto de análises e interpretações, que podem se caracterizadas como uma síntese dos vários números e suplementos, divulgados ao longo dos anos de existência da publicação. Esse caráter, mais extenso e aprofundado da avaliação do período, levou a Direção do Centro a buscar uma forma de divulgação de maior perenidade, comparativamente ao boletim eletrônico, própria do formato de livro, iniciativa acolhida pela editora da UNESP.

Um conjunto de onze textos compõe este livro. Na Introdução procura-se realizar uma síntese dos vários aspectos tratados nos dez capítulos subseqüentes. Estes, por sua vez, estão divididos em três grandes blocos: o contexto internacional, estabilidade e políticas macroeconômicas e, crescimento e políticas de desenvolvimento. Sem evitar o tema das comparações entre os resultados obtidos durante os governos FHC e Lula mas, procurando fugir da superficialidade do debate partidário e eleitoral, os textos tiveram como objetivo, discutir questões mais amplas, sobretudo, a da sustentabilidade do cenário internacional favorável e, das melhorias na área da vulnerabilidade externa, fragilidade fiscal, distribuição da renda e, continuidade do crescimento.

Ricardo Carneiro.

INTRODUÇÃO

A supremacia dos mercados e a política econômica do governo Lula

Ricardo Carneiro

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

1 O contexto internacional

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

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

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

⁴ Para a controvérsia sobre as semelhanças, divergências e alcance do arranjo denominado de Bretton Woods II ver Dooley, M. P.; Folkerts-Landau, D.; Garber, P. *As essay on the revived Bretton Woods system*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2003a. (NBER Working Paper Series, n. 9971); Dooley, M. P.; Folkerts-Landau, D.; Garber, P. *The revived Bretton Woods system: the effects of periphery intervention and reserve management on interest rates and Exchange rates in center economies*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2003b. (NBER Working Paper Series, n. 10332) e Eichengreen, Barry. *Global imbalances and the lessons of Bretton Woods*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2004. (NBER Working Paper, n. 10497).

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

2 Estabilidade e políticas macroeconômicas

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

3 Crescimento econômico e políticas de desenvolvimento

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Conclusões

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

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

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

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

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

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

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

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

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

PARTE I
O CONTEXTO INTERNACIONAL

SEÇÃO I

As transformações da economia capitalista no pós-guerra e a origem dos desequilíbrios globais

Luiz Gonzaga Belluzzo

Homenagem a John Kenneth Galbraith,
bravo resistente da “boa sociedade”
num tempo de fúria e desigualdade.

No livro *Trade, development and foreign debt*¹ o economista americano Michael Hudson faz uma avaliação histórica e crítica das teorias do comércio e das finanças internacionais, desde os mercantilistas até os dias de hoje, com parada obrigatória em Adam Smith e David Ricardo. Ele divide as teorias em dois grandes grupos:

1) aquelas que definem o sistema econômico internacional a partir de relações hierárquicas entre os Estados Nacionais, suas moedas, seus sistemas financeiros e suas empresas; e,

2) as que advogam a existência de um espaço homogêneo e “competitivo”, um campo aberto para o desenvolvimento dos negócios e das trocas.

Para Hudson, as palavras “protecionista” e “livre-cambista” são etiquetas ideológicas que ocultam as razões de fundo das divergências. O capitalismo realmente existente conta uma história mais ambígua do que aquela narrada pelos fundamentalistas – de um lado e de outro – a respeito do desenvolvimento das relações econômicas internacionais. Protecionismo e livre cambismo convivem como cães e gatos. Brigam o tempo todo mas são inseparáveis.

No final do século XIX, no apogeu da ordem liberal burguesa, a expansão do comércio e das finanças internacionais estava fundada nas relações simbióticas entre o liberalismo da Inglaterra hegemônica e as políticas protecionistas de industrialização dos retardatários europeus e dos Estados Unidos. Depois da Segunda Guerra Mundial, os americanos abriram o seu mercado para as exportações da Europa e do Japão em reconstrução, ao mesmo tempo em que suas empresas migravam em massa para as regiões de crescimento mais rápido.

No imediato pós-guerra, o projeto americano de construção da ordem econômica internacional foi concebido com o propósito promover a expansão do comércio entre as nações e colocar seu desenvolvimento a salvo de turbulências financeiras. A idéia força dos reformadores de Bretton Woods sublinhava a necessidade de criação de regras monetárias capazes de garantir o ajustamento dos balanços de pagamentos, ou seja, o adequado abastecimento de liquidez para a cobertura de déficits, de forma a evitar a propagação das forças deflacionárias. Tratava-se, também de erigir um ambiente econômico internacional destinado a propiciar um amplo raio de manobra para as políticas nacionais de desenvolvimento, industrialização e progresso social.

¹ Hudson, Michael. *Trade, development and foreign debt*. Pluto Press, 1992. 2v.

Keynes, o delegado da Inglaterra, propôs a *Clearing Union*, uma espécie de Banco Central dos bancos centrais. A *Clearing Union* emitiria uma moeda bancária, o *bancor*, destinada exclusivamente a liquidar posições entre os bancos centrais. Os negócios privados seriam realizados nas moedas nacionais que, por sua vez, estariam referidas ao *bancor* mediante um sistema de taxas de câmbio fixas, mas ajustáveis. Os déficits e superávits dos países corresponderiam a reduções ou aumentos das contas dos bancos centrais nacionais (em *bancor*) junto à *Clearing Union*.

A despeito de sua rejeição à relíquia bárbara, Keynes aceitou a manutenção do ouro como “âncora” nominal do seu sistema monetário, mimetizando a relação que a moeda bancária mantinha com as reservas metálicas no padrão-ouro clássico. Mas o metal seria uma espécie de “rainha da Inglaterra” do sistema monetário, já que nenhum papel efetivo lhe seria concedido na liquidação das transações e dos contratos – função que seria exercida exclusivamente pela moeda bancária internacional, administrada pelas regras da *Clearing Union*. É provável que Keynes não estivesse disposto a colocar em risco a confiabilidade do novo padrão monetário, e muito menos pretendesse “desvalorizar” as reservas-ouro acumuladas pelos Estados Unidos nos anos 1920, 1930 e 1940 (em 1948 os EUA detinham cerca de 72% das reservas ouro-mundiais). Debates travados no Senado revelam que era forte a resistência política dos americanos à abolição do ouro como fundamento da nova ordem monetária internacional.

O plano Keynes visava, sobretudo eliminar o papel perturbador exercido pelo ouro enquanto último ativo de reserva do sistema, instrumento universal da preferência pela liquidez. Buscava, portanto, uma distribuição mais equitativa do ajustamento dos desequilíbrios de balanço de pagamento entre deficitários e superavitários. Isto significava, na verdade – dentro das condicionalidades estabelecidas – facilitar o crédito aos países deficitários e penalizar os países superavitários. O propósito de Keynes era evitar os ajustamentos deflacionários e manter as economias na trajetória do pleno-emprego. Ele imaginava que o controle de capitais deveria ser “uma característica permanente da nova ordem econômica mundial”, como repetiu seguidamente nos trabalhos preparatórios da Conferência de Bretton Woods. O plano – uma utopia monetária – não só era excessivamente avançado para o conservadorismo dos banqueiros privados, mas também inconveniente para a posição amplamente credora dos Estados Unidos, pois anulava o poder de *seigniorage* do dólar como moeda reserva. A faculdade de usar sua moeda como meio de pagamento universal conferiu e ainda vem conferindo aos Estados Unidos grande flexibilidade na gestão da política monetária e na administração do balanço de pagamentos.

A solução finalmente adotada na reunião de 1944 ficou mais próxima dos interesses dos credores do mundo. Assim, a *Clearing Union* perdeu a disputa para o Fundo Monetário Internacional (FMI), cuja capacidade de provimento de liquidez – em caso de desajustes temporários de balanço de pagamentos – estava limitada pelo valor das quotas dos países membros, calculado pela participação de cada um no comércio internacional. O *bancor* foi derrotado pelo dólar que assumiu o papel de moeda-reserva, ancorado na conversibilidade com o ouro à razão de 35 dólares por onça troy.

Já a proposta keynesiana de controle de capitais e do câmbio foi incorporada ao artigo VI dos estatutos do Fundo como faculdade concedida aos países que estivessem atravessando

problemas agudos de balanço de pagamentos. Os controles cambiais estavam vedados para as transações correntes, salvo no caso de o Fundo declarar uma “moeda escassa”, conforme o artigo VII, o que permitiria aos demais membros impor controles às transações com essa divisa.

O sistema de Bretton Woods nasceu de um compromisso implícito: o benefício da *seignorage* concedido ao país emissor da moeda reserva, os Estados Unidos, foi compensado pela liberdade, atribuída aos demais países-membros, de adotar políticas “keynesianas” internas e estratégias neo-mercantilistas de comércio exterior.

No imediato pós-guerra, a prerrogativa de emissor da moeda-reserva permitiu aos Estados Unidos a consecução de três objetivos:

a) objetivo estratégico: suportar a maior parte dos custos da aliança militar formalizada no Acordo do Atlântico Norte;

b) objetivos econômicos: a *seignorage* permitiu a expansão da indústria americana e de seu estilo tecnológico (o fordismo), sobretudo por meio do investimento direto levado a cabo pela grande empresa transnacional;

c) objetivos financeiros: a posição de “banqueiro internacional” dos Estados Unidos concedeu um enorme espaço para a expansão internacional do sistema financeiro americano e maior raio de manobra para a política monetária do Federal Reserve.

Ao buscar estes objetivos, a economia americana, entre 1945 e 1971, funcionou – Minsky assinalou com correção – como “reguladora” do sistema capitalista. Isto significa que os Estados Unidos cumpriam o papel de fonte autônoma de demanda efetiva e provedor de liquidez para a economia global. Para os países membros do sistema hegemônico, sobretudo os europeus, esta função reguladora era uma garantia *ex-ante* de políticas nacionais expansionistas continuadas e estratégias de crescimento neo-mercantilistas.

A rápida recuperação das economias européias e o espetacular crescimento do Japão foram causas importantes do progressivo desgaste das regras monetárias e cambiais concertadas em Bretton Woods. A concorrência comercial das renovadas economias industrializadas da Europa e do Japão e o fluxo continuado de investimentos americanos diretos para o resto do mundo, além dos gastos da Guerra Fria, determinaram, desde o final dos anos 1950, a ampliação do déficit do balanço de pagamentos americano e a acumulação de dólares nos bancos centrais da Europa e do Japão.

Os dólares excedentes queimavam nas mãos dos bancos centrais e dos agentes privados. Tinham, em geral, dois destinos: ampliavam os depósitos no Euromercado em formação ou buscavam a prometida transfiguração no ouro abrigado nos cofres de *Fort Knox*. Desde meados dos anos 1960, começaram a aparecer os primeiros sintomas de fadiga do arranjo monetário concebido em Bretton Woods. O déficit americano, até o início dos anos 1970 decorria do forte movimento de capitais e sobretudo da expansão das despesas militares. A balança comercial e de serviços não-fatores permaneceu (decrementalmente) superavitária até 1971. A partir de então os Estados Unidos passaram a apresentar resultados ligeiramente positivos na conta de capital, com redução de sua posição ativa favorável em relação ao resto do mundo. Isto se agravou, como veremos, nos anos 1980 com a política econômica do governo Reagan.

A “crise” de Bretton Woods se anuncia já na segunda metade da década de 1950. Culmina na desvinculação do dólar com o ouro em 1971, no primeiro choque do petróleo e na introdução do regime de taxas de câmbio flutuantes em 1973.

Os defensores das taxas flutuantes proclamavam perseguir um duplo objetivo: permitir os realinhamentos cambiais e dar maior liberdade às políticas monetárias domésticas. Mas os anos 1970 foram vividos em meio à instabilidade cambial e as tensões decorrentes da subida das taxas de inflação por toda parte. A “desordem” foi enfrentada com o “choque de juros” deflagrado pelo Federal Reserve de Paul Volker em outubro de 1979.

Na esteira da decisão do Federal Reserve eclodiu a crise da dívida externa da periferia. A América Latina foi atingida com especial virulência. Ao mesmo tempo, engordadas pelas taxas de juros elevadas, expandiram-se as dívidas públicas dos Estados Unidos e da Europa. Com o dólar supervalorizado, os Estados Unidos inverteram sua situação externa: passaram da posição credora para a devedora. Os bancos internacionais puderam se beneficiar da formidável expansão da dívida pública americana. Os papéis do governo americano e as taxas de juros elevadas vieram em socorro da qualidade dos ativos e da rentabilidade dos bancos credores, num momento em que a dívida latino-americana sofria forte desvalorização.

A partir de então, é sobre o peso e a reputação de sua dívida que os EUA sustentaram a supremacia do dólar e com isso reforçaram as tendências à transnacionalização de seu mercado financeiro e de capitais e a metástase “global” de sua grande empresa.

No início dos anos 1980, com a vitória da *Reganomics*, as análises convencionais sobre a trajetória da economia americana concentraram suas preocupações na ampliação dos déficits gêmeos – fiscal e em conta corrente. O economista Stephen Marris, do Instituto de Economia Internacional publicou, então, o livro² sobre os déficits gêmeos e o inevitável colapso do dólar, o *hard landing*, tese que angariou grande popularidade no mundo acadêmico.

Mas os acordos do Plaza em 1985 e do Louvre em 1987 (o primeiro articulou a desvalorização ordenada da moeda americana e o segundo procurou conter os “excessos” dos vendidos em dólar e estabilizar as taxas de câmbio) mostraram que o raio de manobra da potência dominante e sua capacidade de “coordenar os mercados” e submeter os aliados do G-7 eram bem maiores do que poderia suspeitar nossa vã economia.

O *crash* da Bolsa de Nova York em outubro de 1987 e a pronta recuperação dos mercados amparada na rápida reação da política monetária do Federal Reserve, ao mesmo tempo em que chamavam a atenção para os riscos implícitos na globalização, sob o comando do dólar e da finança “desregulamentada”, também sublinharam o aprofundamento da assimetria de poder entre as economias centrais.

Tal disparidade de forças ficou ainda mais clara no final dos anos 1980 e começo dos anos 1990: os Estados Unidos experimentaram uma recessão branda, entre 1990 e 1992, enquanto a Europa assistia ao colapso do Sistema Monetário Europeu e o Japão mergulhava numa crise que iria durar uma década. Este ponto será melhor tratado mais adiante.

² Marris, Stephen. *Déficits and the dollar: the world economy at risk*. Washington, DC: Institute of International Economy, 1987.

No artigo *Dinheiro e transfigurações da riqueza* – publicado em 1997 no livro *Poder e dinheiro*³ – procurei demonstrar que a recessão americana do início dos anos 1990 foi determinada por uma rápida contração dos gastos privados, característica das reversões cíclicas que soem ocorrer depois de um período de endividamento das empresas e, particularmente, das famílias. Sobretudo nos ciclos comandados pela dinâmica dos mercados financeiros, as empresas contraem o investimento e cortam a folha de salários com o propósito de atender à súbita elevação da carga de juros sobre a receita operacional. As famílias, premidas pela desvalorização de seu portfólio financeiro e imobiliário e pelo temor da inadimplência, restringem o consumo e elevam a poupança, tentando restabelecer a relação desejada entre riqueza e renda. O déficit fiscal se ampliou, funcionando como “estabilizador automático”, o que não impediu uma expressiva redução do déficit externo em conta corrente.

Depois do socorro prestado ao México na crise de 1994-1995, o dólar sofreu uma forte desvalorização, sobretudo frente ao iene, logo revertida mediante uma ação coordenada dos bancos centrais. Na segunda metade dos anos 1990, a moeda americana voltou a ganhar força, o que permitiu a lassidão da política monetária de Alan Greenspan, fonte da interação virtuosa entre expansão do crédito, valorização de ativos que mediante o efeito-riqueza engendrou a expansão do gasto privado em consumo e investimento. A recuperação americana após-1993 foi outra vez liderada por uma rápida elevação do preço dos ativos, particularmente das ações, acompanhada por forte crescimento dos preços das *commodities*, o que suscitou elevações sucessivas, pelo Fed, das taxas curtas nos Estados Unidos.

A subida da *Federal Fund's Rate* nos primeiros nove meses de 1994 foi bem acolhida inicialmente pelos mercados financeiros que a entenderam como tempestiva e adequada provocando, paradoxalmente, uma firme valorização no mercado de bônus e queda das taxas de longo prazo. Subitamente, porém, as expectativas se alteraram, desencadeando uma crise no mercado americano de bônus, forte subida nas taxas longas e saída de capitais dos mercados emergentes mais fragilizados pelos desequilíbrios de balanço de pagamentos, precipitando, no final deste mesmo ano o (segundo) colapso mexicano.

As políticas monetárias nos países centrais movem-se, portanto, num corredor estreito entre a obrigação de prevenir as deflações agudas, por meio de repetidas intervenções de última instância (sempre acompanhadas de risco moral) e a necessidade de regular a estabilidade da economia, evitando sobretudo a formação de bolhas especulativas que, nas condições atuais, acarretam, quase sempre, situações de fragilidade e de miopia financeira.

Depois dos episódios referidos, são compreensíveis as hesitações do Federal Reserve em elevar as taxas de curto prazo. Mesmo diante da firme evolução em curso do nível de atividades e dos sinais emitidos pelo mercado de trabalho – interpretados como evidências de aquecimento “excessivo” – o Comitê de *Open Market* tem procrastinado a decisão antecipada pelos mercados. Entre o final de 1996 e os primeiros meses de 1997, por exemplo, as taxas longas vinham ensaiando uma subida mais acentuada, antevendo um ajuste das taxas curtas pelas autoridades monetárias. Estas – apesar de algumas declarações “alarmistas” do *chairman* do Federal Reserve Alan

3 Tavares, M. C.; Fiori, J. L. *Poder e dinheiro*. Petrópolis: Vozes, 1997.

Greenspan – preferiram apostar numa “autocorreção” endógena e moderada do ciclo financeiro, temendo que uma nova elevação das taxas, ainda que moderada, pudesse determinar alterações mais drásticas nas expectativas, capazes de produzir não só uma “correção de preços” dos ativos, mais forte do que a desejada, mas também desastres de grandes proporções nos mercados emergentes. Nestas condições, a aceleração do crescimento foi acompanhada da geração de um superávit fiscal (auxiliada pela reforma tributária de Clinton) e de uma ampliação rápida do déficit em conta corrente.

Também a curta e moderada recessão de 2001 foi eficazmente contornada pela imediata resposta da política monetária e por uma impressionante reversão do balanço fiscal, que transitou de um superávit de 1,1% para um déficit de 4,5% do PIB. Desta vez, no entanto, o déficit em transações correntes sofreu apenas uma ligeira queda entre 2000 e 2001 (de 4,5% para 3,5% do PIB) para depois retomar a escalada ascendente em direção à marca dos 7% em 2005.

Diante da persistente elevação do déficit externo, retornaram as vozes que proclamam a necessidade de um ajuste dos déficits gêmeos, evocando o clima dos anos 1980 contaminado pelo receio do *hard landing* do dólar. Os defensores do ajustamento dos dois déficits acenam outra vez com os riscos de um colapso da moeda americana, com efeitos desastrosos sobre a taxa de juros, os mercados de ativos (em particular, neste momento, o superaquecido mercado imobiliário) e o crescimento da economia global. Mas, na atual conjuntura, diferentemente do que ocorreu no início dos anos 1980 – quando havia uma quase unanimidade em torno das conseqüências dos déficits gêmeos – já surgem opiniões que discrepam dos “catastrofistas” do ajustamento.

A nova divisão internacional do trabalho e as contradições da hegemonia americana

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

Como já foi mencionado nas sucessivas edições do boletim *Política Econômica em Foco* da Unicamp, do ponto de vista espacial, a Ásia converteu-se num dos principais *loci* do investimento direto e da difusão acelerada do progresso técnico levados a cabo pelo deslocamento da empresa transnacional desde os anos 1980.

No início da década de 1980, a política econômica de Reagan – com seu dólar supervalorizado, enormes déficits orçamentários e nas contas de comércio – foi fonte de dinamismo para os países da Ásia, em particular para o Japão, Coréia e Taiwan. Esse foi o período dos grandes superávits comerciais japoneses, taiwaneses e coreanos. Quando, porém, em meados dos anos 1980, os Estados Unidos resolveram reverter a brutal valorização do dólar, que já havia causado danos quase irreparáveis à sua indústria, foi dado um sinal claro de que pelo menos esta parte da festa estava prestes a acabar. Yoichi Funabashi em seu livro *Managing the dollar: from the Plaza to the Louvre* afirma que o acordo do Plaza foi uma resposta às pressões protecionistas já disseminadas no Congresso americano. Os japoneses foram obrigados a engolir a valorização do iene, o que, por um lado, afetou suas exportações para a área de predominância da moeda americana e, por outro,

causou sérios prejuízos para os bancos, corretoras e seguradoras que carregavam em suas carteiras ativos em dólar.

A famosa “endaka” dará impulso ao movimento de “deslocalização” da indústria japonesa para os países da região, apoiado na capacidade de financiamento de seus bancos, que tentavam compensar as perdas incorridas nos ativos denominados em dólar (Tavares; Belluzzo, 2004⁴).

A metástase do sistema industrial do Japão suscitou, imediatamente, uma onda de investimentos de Taiwan e da Coreia, principalmente para a China, mas também para a Tailândia, Malásia e Indonésia. As praças financeiras “internacionalizadas” de Hong Kong e Cingapura integraram-se rapidamente ao complexo “asiático” em formação, por meio dos bancos locais e estrangeiros aí sediados. Estes fluxos cruzados de investimento direto, de expansão do crédito e, mais tarde, de aplicações de portfólio, estimularam o crescimento muito rápido do comércio entre os países da região, sobretudo mediante as transações intrafirmas.

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

Entre 1988 e 1993, o comércio entre os países da Ásia iria se expandir a taxas impressionantemente altas, superando as relações comerciais com a Europa e a América do Norte.

O exuberante ciclo de expansão americano dos anos 1990 – outra vez escoltado por gigantescos déficits em transações correntes – vai reforçar não só o papel de grande investidor, mas também de demandante e devedor de última instância dos Estados Unidos. A China, cuja “competitividade” é crescente, tanto nos mercados menos qualificados, como, em ritmo acelerado, nos de tecnologia mais sofisticada torna-se o maior receptor (incluída a intermediação das praças de Hong Kong e Cingapura) do investimento direto americano e, ao mesmo tempo, ganha participação crescente no mercado dos Estados Unidos. Sobretudo depois da desvalorização de 1994, o *drive* exportador chinês vai deslocando a participação de seus parceiros asiáticos em terceiros mercados, ao mesmo tempo em que estimula as importações de peças e componentes dos países da região. Simultaneamente, os chineses sustentam a continuada elevação da taxa de acumulação de capital e a rápida incorporação de novas tecnologias mediante o estímulo às *joint-ventures* com empresas coreanas, japonesas e de Taiwan.

O relatório da Unctad *Trade and Development Report* de 2003 traz o subtítulo *Acumulação de capital, crescimento e mudança estrutural*. Uma avaliação profunda e certa dos resultados das políticas de desenvolvimento praticadas na Ásia e na América Latina nas duas últimas décadas.

⁴ Tavares, M. C.; Belluzzo, L. M. A mundialização do capital e a expansão do poder americano. In: Fiori, J. L. *Poder americano*. Petrópolis: Vozes, 2004.

Trata-se de um estudo histórico-comparativo sobre o desempenho dos países em desenvolvimento ao longo do movimento de transformação da economia global nas décadas dos 1980 e 1990.

1) os de *industrialização madura* como a Coreia e Taiwan que já atingiram um grau elevado de industrialização, produtividade e renda *per capita*, mas apresentam uma taxa declinante de crescimento industrial;

2) os de *industrialização rápida*, como a China e talvez a Índia que – mediante políticas que favorecem elevadas taxas de investimento doméstico e graduação tecnológica – apresentam uma crescente participação das manufaturas no produto, emprego e exportações;

3) os de *industrialização de enclave*, como o México que, a despeito de aumentar sua participação na exportação de manufaturados têm desempenho pobre em termos de investimento, valor agregado manufatureiro e produtividade totais; e

4) finalmente, os países *em vias de desindustrialização*, que inclui a maioria dos países da América Latina.

A tipologia desenhada pela UNCTAD é o ponto de chegada do jogo complexo. Em todas as etapas de expansão do capitalismo este jogo envolve as transformações financeiras, tecnológicas, patrimoniais e *espaciais* que decorrem da interação de dois movimentos:

1) o processo de concorrência movido pela grande empresa, sob a tutela das instituições nucleares de “governança” do sistema: a finança e o Estado hegemônico ; e

2) as estratégias nacionais de “inserção” das regiões periféricas. As transformações que hoje observamos são impulsionadas pelo jogo estratégico entre o “pólo dominante” – no caso a economia americana, sua capacidade tecnológica, a liquidez e profundidade de seu mercado financeiro, o poder de *seignorage* de sua moeda – e a capacidade de “resposta” dos países em desenvolvimento às alterações no ambiente internacional.

É desnecessário dizer que as economias periféricas dispõem de estruturas e trajetórias sociais, econômicas e políticas muito dessemelhantes, o que dificulta para umas e facilita para outras a chamada “integração competitiva” nas diversas etapas de evolução do capitalismo. Assim, por exemplo, o sucesso do Brasil, até o início dos anos 1980, desencadeou a crise que iria provocar o seu reiterado “fracasso” na tentativa de se ajustar às novas condições internacionais. No pólo oposto, o fracasso chinês até os anos 1980 propiciou condições iniciais mais favoráveis para o sucesso das reformas empreendidas a partir de então.

A “globalização americana”, ao operar nas órbitas financeira, patrimonial e produtiva, engendrou dois tipos de regiões: aquelas cuja inserção internacional se faz pelo comércio e pela atração do investimento direto destinado aos setores produtivos afetados pelo comércio internacional; e aquelas, como Brasil e Argentina, que buscaram sua integração mediante a abertura da conta de capitais.

No Brasil e na Argentina, as sociedades, submetidas à sucessão de “choques heterodoxos” estavam exaustas diante da resistência prolongada da crise inflacionária dos anos 1980. Já

escrevemos no artigo *Estabilização e finanças globalizadas*⁵ que “independentemente da situação macroeconômica dos países receptores, o início dos anos 1990 foi caracterizado pela restauração dos fluxos de capitais privados para os países da América Latina, depois do longo período de estiagem que se seguiu à crise da dívida dos anos 1980. Apesar da retórica reformista que escoltou e ainda acompanha o retorno dos capitais privados às praças latino-americanas, a verdade é que se tratou apenas, pelo menos no primeiro momento, do tradicional e conhecido “*money chasig yield*”, como bem o professor Hyman Minsky caracterizou este fenômeno.

O fator decisivo para a transformação dos países latino-americanos, de doadores de “poupança” em receptores de recursos financeiros, foi sem dúvida a deflação da riqueza mobiliária e imobiliária observada já no final de 1989, nos mercados globalizados. Como já foi dito, esta profunda recessão “*financial-led*” exigiu grande lassidão das políticas monetárias no sentido de tornar possível a digestão dos desequilíbrios correntes e no balanço patrimonial de empresas, bancos e famílias, envolvidos com o exuberante surto de valorização de ativos que se seguiu à intervenção salvadora de 1987.

Ao estado quase depressivo dos mercados de qualidade e à situação de sobreliquidez, causada por um período prolongado de taxas de juros muito baixas, juntou-se um quadro, nos “mercados emergentes”, de estoques de ações depreciados, governos fortemente endividados e proprietários de empresas públicas privatizáveis distribuídas por vários setores da economia, além das perspectivas de valorização das taxas de câmbio e da manutenção das taxas de juros reais elevadas, em moeda forte, mesmo depois da estabilização.

Os países da periferia até então submetidos às condições de ajustamento impostas pela crise da dívida, foram literalmente capturados pelo processo de globalização, executando seus programas de estabilização de acordo com as normas dos mercados financeiros liberalizados. É preciso entender que a regra básica das estabilizações com abertura financeira é a da criação de uma oferta de ativos atraentes que possam ser encampados pelo movimento geral da globalização. Neste rol estão incluídos títulos da dívida pública, em geral curtos e de elevada liquidez; ações de empresas em processo de privatização; bônus e papéis comerciais de empresas e bancos de boa reputação; e posteriormente, ações depreciadas de empresas privadas, especialmente daquelas mais afetadas pela abertura econômica e pela valorização cambial.

O movimento de transnacionalização do espaço asiático, particularmente da China, é fruto do movimento do capital produtivo e ao mesmo tempo, uma mudança de escala no processo de deslocalização da estrutura manufatureira da tríade desenvolvida (Estados Unidos, Europa e Japão) para o resto do mundo. No caso americano, este fenômeno pode ser observado de vários ângulos. Primeiro, o mais singelo, revela uma aceleração da queda da participação da indústria manufatureira no PIB (12,7% em 2005) e no emprego, muito mais intensa do que seria justificado pelos ganhos de produtividade. Segundo, os trabalhos recentes⁶ que buscam estimar a participação de insumos e componentes importados no total de *inputs* consumido anualmente pela indústria manufatureira dos Estados Unidos, mostram que, entre 1987 e 2002, esta participação subiu de

⁵ Publicado na revista *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 11, 1997.

⁶ Burke, Epstein, Choi. *Rising foreign outsourcing and employment losses in US manufacturing*. Amherst: University of Massachusetts, 2004. (Peri Working Papers).

12,4% para 22,1%. Os ramos mais afetados – acima da média da indústria – são os de produtos eletrônicos e de informática, vestuário e artigos de couro, veículos motorizados, trailers e partes, equipamento elétrico e componentes. São os mesmos setores em que foi maior a destruição de postos de trabalho. A isto se junta o rápido crescimento das importações de bens finais de consumo e de capital, não só da Ásia como também da Europa, igualmente superavitária em suas relações comerciais com os Estados Unidos. Em 2005 o déficit comercial dos Estados Unidos chegou a US\$ 726 bilhões, ou seja, 5,8% do PIB. Deste total 83% correspondem ao déficit “manufatureiro”. Apenas 17% do crescente déficit comercial diz respeito às importações líquidas de petróleo e produtos primários.

Finalmente, a rápida industrialização da China e dos países do Sudeste Asiático está deslocando uma fração importante da demanda global para os produtores de matérias-primas e alimentos. Como é de conhecimento geral, a China sustenta um saldo positivo muito elevado (US\$ 204 bilhões em 2005) com os Estados Unidos. Mas seu déficit é crescente com o resto da Ásia e com os demais parceiros comerciais. O bloco industrializado da Ásia, sobretudo a China, funciona como uma engrenagem de transmissão entre a demanda gerada nos Estados Unidos e a oferta das economias “exportadoras de recursos naturais”.

As relações de interdependência entre as economias asiáticas e delas com os Estados Unidos suscitam questões que tornam muito arriscadas respostas simples. 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 de suas moedas em relação ao dólar.

Os otimistas, diz Barry Eichengreen, sustentam que a ampliação do déficit americano em conta corrente pode continuar por mais uma década, escorado na disposição dos chineses de incorporar mais 200 milhões de trabalhadores nas indústrias voltadas para a exportação. Até completar o ciclo, os chineses estarão dispostos a defender o yuan desvalorizado e, portanto, a acumular reservas e adquirir títulos do Tesouro americano. Isto significa evitar quaisquer alterações nas taxas de câmbio relativas nas relações intra-asiáticas, e particularmente mudanças no valor do yuan em relação ao dólar.

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

As duas posições são problemáticas. É possível imaginar – tal com pretendem os otimistas – um cenário de estabilidade nas condições de financiamento do déficit americano em conta corrente, dada a natureza das inter-relações comerciais e financeiras que “solidarizam” a economia americana com os parceiros asiáticos.

A consolidação do papel do dólar como moeda de reserva é o fenômeno crucial da segunda metade do século XX. A soberania monetária americana garantiu a expansão da grande empresa – com efeitos sobre a distribuição espacial da indústria manufatureira e mais recentemente dos serviços – e permitiu a adoção das políticas de crédito e de gasto público que sustentam taxas elevadas de crescimento da demanda nominal e, a cada ciclo de expansão, provocam a elevação do déficit em conta corrente, gerando demanda para o resto do mundo.

Os americanos passaram a manejar com grande agilidade a sua política monetária, convertendo-a numa máquina de sucção de liquidez, de capitais e da “produtividade” dos trabalhadores asiáticos (e também centro-americanos) para sustentar o crescimento acelerado de sua economia, sem tensões inflacionárias. O último ciclo americano comprovou a eficácia desta forma de integração financeira e produtiva, na medida em que propiciou uma espetacular expansão do crédito à produção, ao consumo e – melhor ainda – a “alavancagem” financeira que fomenta, o processo de fusões e aquisições, a inflação de ativos financeiros e imobiliários, fonte do “enriquecimento” e do encolhimento da poupança das famílias.

De outra parte, as estratégias mercantilistas dos países asiáticos – concebidas para a geração de superávits comerciais e acumulação de reservas – implicam necessariamente não só na demanda de ativos denominados em dólar como no abastecimento de bens de consumo, intermediários e de capital a baixo custo.

Isto significa que a hegemonia americana e seu enorme mercado nacional ensejaram a construção de um espaço monetário EUA-Ásia. A relação entre a taxa flutuante da moeda soberana e as taxas fixas ou controladas das moedas subordinadas (asiáticas) não só permitiram a ampliação dos déficits e superávits entre os parceiros, como reforçaram o poder de *seigniorage* do dólar.

Mas isso não afasta, senão provavelmente agrava as características negativas do crescimento “desequilibrado” dos Estados Unidos, antes e depois da recuperação de 2002.

Com mostra o mais recente boletim do *Economic Policy Institute*, a economia americana, no primeiro trimestre de 2006 cresceu à taxa anualizada de 4,8%, impulsionada pela evolução do consumo de duráveis e pelos gastos militares, com um desempenho medíocre do investimento privado. O crescimento do consumo contribuiu com 3,8 pontos percentuais para o crescimento do PIB, superando por larga margem a contribuição do investimento (1,2 ponto percentual). A expansão da demanda agregada foi de 5,6% e decorreu muito mais da ampliação do endividamento das famílias (4,6% anualizado), apoiado na valorização dos imóveis residenciais, do que da expansão da remuneração real dos assalariados que apresentou queda (-0,9%).

Nos últimos três anos e meio, contrariando a experiência dos ciclos anteriores, o crescimento do consumo está desconectado da evolução da renda, particularmente, dos salários e do emprego, e cada vez mais dependente do efeito-riqueza. Os últimos dados do Departamento do Comércio mostram uma forte desaceleração do investimento residencial cuja taxa de crescimento caiu de cerca de 10% no último trimestre de 2005 para 3,5% no primeiro trimestre de 2006.

Ao mesmo tempo, a simbiose asiático-americana alterou a estratégia de acumulação da grande empresa nos Estados Unidos. A edição de abril de 2006 do *World Economic Outlook*, em seu capítulo IV, cuida de investigar as razões do expressivo crescimento da acumulação de recursos

sob a forma líquida (*cash*) ou de participação acionária em empreendimentos localizados em mercados estrangeiros (*equities*) no portfólio das empresas não-financeiras. “Para os Estados Unidos, se o investimento direto líquido no exterior das corporações não-financeiras for adicionado ao gasto doméstico de capital, o dispêndio total de investimento das empresas está no mesmo nível do final dos anos 1990.”

A rápida acumulação de ativos financeiros e de liquidez concentra-se na grande empresa e promove a intensificação do processo de fusões e aquisições que depois de um hiato entre 2001 e 2003 retomou seu vigor nos últimos dois anos. Há evidências de que, depois do ciclo de investimentos dos anos 1990, concentrados na área de informação e telecomunicações (IT), as empresas americanas promoveram um processo acelerado de desindividamento, ampliaram as participações no investimento externo – fusões e aquisições na Europa e América Latina e investimento novo (*greenfield*) na Ásia. Estes movimentos aprofundaram o processo de deslocalização produtiva e aumentaram o estoque de direitos de propriedade e de ativos financeiros de curto prazo na composição de seu portfólio.

A incorporação do consumo individual à dinâmica do novo capitalismo tornou-se crucial para as perspectivas de crescimento. A forma especificamente capitalista do consumo começa a se definir entre o final do século XIX e a primeira metade do século XX – particularmente nos Estados Unidos – com a “suburbanização” das cidades e a difusão dos duráveis impulsionada pela construção das redes de energia elétrica, pelo desenvolvimento do crédito e pelas técnicas de propaganda inerentes à concorrência monopolista.

A constituição de um sistema de proteção social e as políticas keynesianas de sustentação da renda e do emprego no segundo pós-guerra contribuíram de maneira decisiva para o avanço do “consumo capitalista”. Este componente da demanda efetiva não inclui apenas o “consumo dos capitalistas”, mas deve ser assim qualificado por conta da forma de financiamento do gasto dos consumidores. Nela estão incluídas as novas modalidades (cartões de crédito, por exemplo) e a valorização do estoque de riqueza ao longo dos ciclos de crédito, o que desvincula crescentemente o consumo do comportamento da renda corrente.

Não se trata apenas da completa sujeição das “necessidades” aos imperativos da mercantilização universal. No capitalismo avançado americano, o circuito gasto-renda-consumo começa e termina com a valorização fictícia do patrimônio das famílias. A valorização do patrimônio líquido facilita o crédito barato para financiamento do gasto que alimenta a acumulação de lucros e de liquidez pela grande empresa. O consumo final e intermediário da economia se abastece dos bens gerados a preços cadentes nas usinas de produtividade dos trabalhadores asiáticos, com ganhos reais para os consumidores e as empresas.

Uma das singularidades da “globalização americana” é a desconexão espacial entre consumo e investimento. A mancha produtiva, sobretudo manufatureira, originária do espaço econômico americano, japonês e europeu desbordou, pela intensificação da concorrência “globalizada”, para a periferia onde se abriga um enorme reservatório de mão-de-obra e capacidade de rápida absorção tecnológica, com expressiva redução de custos de produção e, conseqüentemente, ganhos para os consumidores e empresas que vivem e operam em mercados de renda *per capita* elevada.

Ao fim e ao cabo, o circuito riqueza-consumo-produção “libera” uma fração crescente do poder de compra das famílias de renda média e baixa para o endividamento enquanto os que estão no topo da pirâmide, os credores líquidos – empresas e famílias de alta renda – se apropriam da valorização da riqueza financeira.

Mercados da riqueza, acumulação financeira e bolhas de ativos

A avaliação desses fenômenos supõe que sejam tomadas na devida conta as transformações ocorridas nos mercados financeiros e cambiais, na posteridade da desregulamentação e liberalização dos mercados financeiros. É na esfera financeira que se realizam as transformações patrimoniais e se concretizam as mudanças de estratégia das corporações transnacionais não-financeiras, sob o comando dos grandes investidores institucionais.

Os críticos da finança globalizada – ou seja, da abertura generalizada das contas de capital e da desregulamentação dos mercados – costumam atribuir a relativa calma que prevaleceu na três décadas que se seguiram à Segunda Guerra Mundial à chamada “repressão financeira”. Esta incluía a separação entre os bancos comerciais e os demais intermediários financeiros, controles quantitativos do crédito, tetos para as taxas de juros e restrições ao livre movimento de capitais. Os bancos comandavam o crédito e estavam comprometidos, numa relação de mútua confiança, com o desempenho produtivo das empresas. As crises de liquidez, como a de 1966 nos Estados Unidos, eram raras e, em geral, dóceis às intervenções dos Bancos Centrais.

Nos países desenvolvidos, as políticas monetárias e fiscais anticíclicas do keynesianismo – mesmo bastardo – cumpriram o que prometiam, ou seja, sustar a recorrência de crises de deflação de ativos e de “desvalorização do capital”, fenômeno que assolou o capitalismo do final do século XIX até a Grande Depressão dos anos 1930.

A reiteração de intervenções de última instância dos bancos centrais e a geração de déficits fiscais – ao aumentar a dívida pública de “boa qualidade” – impediram a desvalorização da riqueza já existente e ampliaram o peso dos ativos financeiros na riqueza total.

Mudanças subjetivas (Keynes diria psicológicas) foram provocadas pelas intervenções bem-sucedidas: constitui-se uma nova agenda de convenções, antitética àquela que imperou entre o final do século XIX e a Grande Depressão. Criou-se, na verdade, uma situação de “*moral hazard*” permanente, ou seja, um viés altista na psicologia dos investidores. Seja qual for a intensidade da flutuação da economia, as perdas devem ser limitadas, dada o valor da massa de ativos que poderia ser atingida por uma crise de liquidez e, portanto, por uma deflação de preços generalizada nos mercados financeiros. Não por acaso, nos últimos anos e depois das crises da década de 1990, intensificaram-se os debates sobre a necessidade de um prestador de última instância universal e as possibilidades de o FMI assumir este papel.

Ironias engendradas no curso da história: as ações de estabilização do Estado Keynesiano favoreceram avanço do processo de “securitização” e de desregulamentação dos mercados. Geraram, desta forma, as condições de obsolescência da “repressão financeira”. Os critérios de avaliação dos Mercados Secundários da Riqueza voltaram a comandar as decisões de empresas, consumidores e governos.

As técnicas de securitização de créditos bancários, o uso de derivativos e a intensa informatização dos mercados permitiram ampliar o volume de transações. Estas massas de capital financeiro estão concentradas sob o comando de grandes investidores institucionais. São fundos de pensão, fundos mútuos e – o último rebento da finança moderna – os fundos de *hedge* que – operando em várias praças financeiras – usam intensamente o crédito para “alavancar” posições em ativos.

Os capitais se movem entre as economias nacionais, na busca de oportunidades de arbitragem ou de ganhos especulativos, sempre a envolver apostas quanto aos movimentos de preços dos ativos denominados nas diversas moedas. O “*moral hazard* estrutural”, de certa forma, tornou os bancos centrais reféns da garantia de liquidez, no caso de oscilações bruscas nos preços e suspeita de risco sistêmico. Não seria fora de propósito buscar aí as origens de processos altistas prolongados, assim como da “ganância infecciosa” que, não raro, fomenta a febre de fusões e aquisições, sempre sustentada, direta e indiretamente, pelo potente sistema de crédito.

Os episódios de euforia global e liquidez excessiva terminariam em reversões espetaculares não fossem as intervenções de última instância do Banco Central mais poderoso e de seus acólitos no centro do sistema monetário internacional.

Assim, o predomínio da lógica financeira impõe ao Federal Reserve, administrador de última instância do sistema, um manejo delicado da política monetária. Na conferência de Jackson Hole, Alan Greenspan deixou claro, em sua linguagem críptica, que, no clima de *moral hazard* estrutural não há espaço para radicalismos, ou seja, para movimentos bruscos das taxas de juros. Greenspan manifestou, na realidade, preocupação com a “generalização” da inflação de ativos, num ambiente de baixa inflação nos mercados de bens e serviços. A “exuberância irracional” agora contamina quatro mercados: bônus, imobiliários, *commodities* e os de moedas de países emergentes. Quanto aos riscos de inflação nos preços de bens e serviços, observamos a presença de forças que se movem em sentido contrário: de um lado, a tendência deflacionária dos preços dos produtos manufaturados, por conta do excesso de capacidade à escala global; de outro, a demanda chinesa e as taxas de juros, ainda baixas, favorecendo a formação de posições especulativas altistas nos mercados de *commodities*. As quatro bolhas, a ampliação da posição devedora líquida americana e o risco sempre presente da aceleração inflacionária colocam desafios formidáveis aos Bancos Centrais.

Até agora as políticas monetárias e os arranjos cambiais têm conseguido promover a “fuga para frente” no afã de manter sob controle os Mercados da Riqueza e, ao mesmo tempo, sustentar as taxas de crescimento da economia global. A efetividade das políticas anticíclicas está fundada, nos Estados Unidos, na *articulação estrutural* entre o sistema de crédito, a exuberante expansão do consumo privado, a diáspora da indústria manufatureira para regiões “mais competitivas”, o enorme déficit comercial e a gestão das finanças do Estado, particularmente da dívida pública.

Esse formato expressa a natureza peculiar do poder econômico americano: a fusão de funções e de interesses explicita o caráter essencialmente “coletivista” (e macroeconômico) dos processos centrais de reprodução e de “mundialização” do capitalismo realmente existente. As relações entre Estado e Mercado (uma forma imperfeita de exprimir as relações entre política e economia) não são “externas”, de mero intervencionismo. São orgânicas e constitutivas. Nos

tempos da “economia global”, tais *formas socializadas do poder privado* permitem diversificar a riqueza de cada grupo, distribuí-la entre os vários mercados nacionais e assegurar o máximo de ganhos patrimoniais, se possível no curto prazo.

Os agentes destas operações são as instituições da finança privada. São elas que definem os preços de venda, os métodos de financiamento, a participação acionária dos grupos, as estratégias de valorização das ações. A garantia final – mas certamente não definitiva – do processo de valorização de ativos é a existência de um estoque de ativos líquidos e seguros emitidos pelo governo do país hegemônico.

Entre 2001 e 2003, por exemplo, política monetária americana funcionou de forma anticíclica: a autoridade monetária satisfaz a demanda dos *market makers* por papéis mais líquidos e seguros. Essa providência manteve a rentabilidade das carteiras destes agentes ao reduzir o seu custo de carregamento. Ao mesmo tempo, o superávit fiscal tornou-se disfuncional, tanto do ponto de vista macroeconômico como da composição dos patrimônios privados. O setor privado, na recessão, demanda papéis do governo como forma de preservação da riqueza líquida, substituindo, na margem, a aquisição de papéis privados.

A política de redução de taxas de juros nos Estados Unidos e sua manutenção em níveis muito baixos, entre 2001 e 2004, estimularam as operações de *carry trade* – tomar recursos baratos em uma determinada moeda (no caso o dólar) e aplicá-los em outras moedas (como, por exemplo, o real) com rendimentos mais elevados. Neste mesmo período, o Japão fixava em zero as taxas de juros básicas, com o propósito de impedir o avanço das forças deflacionárias que ameaçaram sua economia ao longo da estagnação dos anos 1990 e início do terceiro milênio. A conjugação entre as políticas monetárias japonesa e americana fomentou a forte expansão da liquidez internacional e impulsionou o atual ciclo de crédito e de inflação de ativos.

A partir de 2004, a subida progressiva da *policy rate* nos Estados Unidos reduziu drasticamente as vantagens dos empréstimos em dólar para o *carry trade* em mercados forâneos de alto rendimento. Entre o segundo e o último trimestre de 2005 a variação líquida dos ativos em mercados externos dos bancos americanos caiu de US\$ 170 bilhões para US\$ 11 bilhões. Ao mesmo tempo, as filiais dos mesmos bancos e os fundos de *hedge* ampliaram significativamente suas posições amparadas por empréstimos em ienes contra aplicações em ativos denominados em dólar, o que determinou a valorização da moeda americana.

A recuperação da economia japonesa e a conseqüente elevação das taxas de juros em iene são fatores de risco que já manifestaram sua presença nos ataques desferidos contra as moedas de países com elevado déficit em transações correntes, como foi o caso de Islândia, Hungria e Nova Zelândia.

Conclusão

No mercado “competitivo” do capitalismo formado por empresas gigantes na era da desregulamentação e da liberalização, o capital precisa existir sob a forma “livre” e líquida e, ao mesmo tempo, crescentemente centralizada. Só assim pode revolucionar periodicamente as bases técnicas da economia, ampliar o controle sobre os mercados, submeter enormes contingentes de

força de trabalho a seu domínio, criar novas oportunidades. Apenas desta maneira as relações do capital podem fluir, sem obstáculos, para colher novas oportunidades de lucro, ameaçando inevitavelmente a eficácia das estruturas produtivas imobilizadas nas etapas anteriores do processo de acumulação.

Há, portanto, simultaneamente dinamismo e estagnação, avanço vertiginoso das forças produtivas em algumas áreas e setores combinado com a regressão em outras partes. Mais do que nunca, a concorrência capitalista torna efetiva a sua razão interna, engendrando o processo de fusões e aquisições, ou seja, o monopólio, o que significa impor barreiras à entrada de novos competidores, sejam eles empresas ou países.

Ao mesmo tempo, as posições relativas de países, continentes e classes sociais sofrem alterações tão radicais quanto perturbadoras. O capitalismo realmente existente revela sua natureza mais profunda, aquela já desvelada por Marx e Engels no *Manifesto Comunista*. “A burguesia não pode existir sem revolucionar constantemente os meios de produção e, portanto, as relações de produção e com elas o conjunto das relações da sociedade... Revolução permanente nas condições de produção, distúrbios ininterruptos de todas as condições sociais, permanente incerteza e agitação é o que distingue a era burguesa de todas as demais.”

Marx e Engels escreveram isso em 1848, antes das escaladas industriais dos Estados Unidos e da Alemanha confirmarem suas suspeitas sobre o papel da concorrência “universal” na expansão do regime do Capital. Extasiada diante da potência revolucionária e “progressista” do capitalismo em seu ímpeto de mercantilização universal, a dupla não foi capaz de antecipar o papel crucial dos Estados Nacionais e da luta política na “deformação” dos mercados e das condições da concorrência na derrocada da Inglaterra. (Assim, é possível que os Estados Unidos anunciem o futuro da China. *De te fabula narratur*.)

Em meados do século XIX, as economias retardatárias se desenvolveram sob o livre-comércio, patrocinado pela hegemonia financeira inglesa. No final do século, a “*belle époque*” iria desfilarmos seu *aplomb* e suas aparências à beira do abismo cavado pelo protecionismo crescente e pelas disputas imperialistas por recursos naturais.

É demasiada pretensão do entendimento humano prognosticar para a nova etapa do liberalismo, o neo – ou seja, para a nova era de deslocamentos tectônicos e “climáticos” engendrados pelo revigoramento da concorrência universal – o mesmo destino das aventuras do liberalismo clássico. O economista de Harvard Richard Freeman diz, em artigo recente, que a velha conversa sobre os benefícios do comércio – os países avançados produzem bens de alta tecnologia com trabalho qualificado enquanto os menos desenvolvidos se dedicam aos setores de mão-de-obra não-qualificada – “tornou-se obsoleta com a presença da China e da Índia”.

Editado pelo FMI, o *Global Financial Stability Report* de abril de 2006, apesar do tom geral mais otimista, não esconde as preocupações com os riscos implícitos na atual onda de sobrelíquidez que inunda os mercados mundiais. Num ambiente de taxas de juros muito baixas, adverte o relatório, os investidores se inclinam naturalmente para atitudes excessivamente otimistas na ponderação entre a evolução esperada dos preços dos ativos e os riscos envolvidos em sua posse.

Em tais circunstâncias são fortes os incentivos para “alavancar” posições especulativas e avançar na direção das regiões mais perigosas do espectro de risco.

O entusiasmo quase generalizado no início com a liberalização e a desregulamentação dos mercados financeiros começa a se transformar em cautela. Os sintomas desta mudança devem ser buscados no tom mais prudente das análises nascidas dos arraiais ortodoxos. A dúvida e o questionamento têm sido gerais e irrestritos.

Agora já são muitos os que criticam as interpretações convencionais que costumam atribuir as crises financeiras e cambiais à má gestão monetária e fiscal dos governos de países emergentes. Desde a sucessão de crises dos anos 1990, que culminou com a derrocada da Argentina, os analistas mais responsáveis e menos comprometidos com a ideologia rasa dos interesses procuram sublinhar o papel desempenhado pela “dinâmica de mercado” na precipitação de episódios cambiais e financeiros ruinosos.

A história das crises financeiras é quase sempre a mesma: nas etapas de euforia, a confirmação das expectativas otimistas leva os possuidores de riqueza a buscar apostas mais arriscadas, incorporando ativos de menor qualidade em suas carteiras. Este é o caso, por exemplo, dos títulos de dívida, pública e privada, dos emergentes. Estes países costumam oferecer aos investidores internacionais rendimentos muito mais altos do que os apresentados por papéis do mesmo prazo, emitidos por governos mais acreditados.

Esta caminhada dos investidores em direção à zona de riscos mais elevados está sempre amparada pela expansão do crédito bancário. Podem, assim, os apostadores assumir posições que são um múltiplo de seu aporte próprio de capital, na esperança de ulteriores elevações dos preços que valorização de seu estoque riqueza.

Neste quadro, uma súbita alteração das expectativas pode acarretar uma onda de vendas em massa - que, aliás, começam sempre pelos ativos mais arriscados. Muitos investidores adquiriram seus ativos a crédito, outros foram mais ousados na alavancagem. O professor Charles Kindleberger afirma com razão que as crises financeiras só se tornam graves quando as flutuações no valor da riqueza contaminam os bancos. Quando isso acontece, a maquinaria econômica entra em colapso. Na ausência de uma intervenção tempestiva, de natureza pública, não há simplesmente, como fazer a engrenagem capitalista voltar ao seu funcionamento normal.

Desde sempre, os mercados financeiros, entregues à própria lógica, são assim mesmo, sujeitos a surtos de euforia e pessimismo. Isto ocorre a despeito dos esforços dos economistas que insistem em desenhar modelos de mercados eficientes ou construir teoremas sobre a indiferença das estruturas de financiamento. A coisa ainda fica pior quando os surtos de euforia envolvem riscos de “descasamento” de moedas, o que freqüentemente tem levado a crises cambiais, financeiras e bancárias em países imprudentes. Crises sistêmicas são inerentes à dinâmica financeira e uma ameaça permanente ao crescimento das economias. No plano internacional, as inevitáveis ondas de especulação instabilizadora envolvem, ademais, ativos de diversas qualidades denominados em moedas distintas. As crises financeiras transformam-se inevitavelmente em crises cambiais.

Dizem que para o bom entendedor, meio palavra basta. Mas o relatório do FMI parece não acreditar na sabedoria das parêmiias populares. Afirma de boca cheia e de forma reiterada que uma eventual (e provável) mudança ambiente financeiro internacional será inevitavelmente acompanhada de uma elevação dos rendimentos dos papéis do Tesouro americano e de uma ampliação dos *spreads* que incidem sobre os bônus dos países emergentes.

A má notícia: os países com alto endividamento público e passivos externos elevados e mais voláteis, estarão às voltas com vulnerabilidades, até agora “*mascaradas* pelo clima financeiro favorável”. A boa nova: diante das boas perspectivas de crescimento global e preços favoráveis do *commodities*, os riscos serão reduzidos para os que se prepararam para o choque e cuidaram de manter taxas de câmbio adequadas e reservas elevadas.

SEÇÃO II

A montanha em movimento: uma notícia sobre as transformações recentes da economia global

*Antonio Carlos Macedo e Silva*¹

Introdução

Em março de 2000, as cotações nas bolsas de valores em vários países avançados começaram a cair. Em março de 2001, após 120 meses de crescimento, a economia norte-americana entrou em recessão, encerrando com isso a mais longa (mas nem de longe a mais intensa) fase de crescimento econômico por ela já registrada. Nem as ações haviam atingido níveis “permanentemente elevados”² nem a economia se libertara da alternância de fases de crescimento e contração. Desvanecia-se o sonho de uma “nova economia”.

Com a economia norte-americana, toda a economia global perdeu fôlego; houve episódios de recessão, em 2001 e nos dois anos seguintes, em vários outros países da OCDE. Entretanto, a reação vigorosa da política econômica nos países desenvolvidos evitou o pior: a eclosão de uma grande crise financeira. Apesar da morosidade da Eurozona e do Japão, a economia global retomou prumo já em 2002. De uma taxa de crescimento de 2,6%, em 2001, passou a 3,1%; nos anos subsequentes, atingiria, respectivamente, 4,1%, 5,3% (!) e 4,8%; e o FMI prevê 4,9% para o ano de 2006. Entretanto, o crescimento nos países desenvolvidos manteve-se, até aqui, discreto. A maior contribuição ao crescimento global proveio – numa proporção excepcionalmente elevada – dos países em desenvolvimento.

O objetivo deste texto é contribuir para a reflexão sobre as características do ciclo de expansão que ora atravessamos e do qual o governo Lula teve o privilégio de usufruir. Para a sorte do intérprete, a tarefa é facilitada pelo fato de que, apesar de diferenças óbvias, o ciclo recente é marcado pela continuidade de tendências há muito definidas. Uma delas é o aumento da integração financeira, produtiva e comercial entre os países. Outra é o fato de que, no bojo desse processo, constituiu-se um novo centro de gravidade – essa a montanha em movimento – do dinamismo econômico global, composto por Estados Unidos e parte do continente asiático. A análise desses processos é o tema da seção 1 do texto.

Outras tendências mesclam de forma complexa aspectos mais antigos e mais recentes. A acumulação de déficits correntes fez dos Estados Unidos, desde meados dos anos 1980, a economia

¹ Com os agradecimentos a Cláudio H. dos Santos, Franklin Serrano, Nelson H. Barbosa e Adriano Casarotto, pelos comentários e sugestões, e aos bolsistas CNPq-PIBIC Silas Thomaz da Silva e Stella Buzatto, pelo empenho e competência.

² Alguns anos antes da implosão da bolha bursátil, parte (minoritária) da opinião informada – com destaque, no plano internacional, para o *Economist* e Stephen Roach – já alertava para a inevitabilidade da reversão e para os riscos inerentes ao comportamento de manada predominante nos mercados. Não faltavam, por outro lado, analistas dispostos a assegurar (como Irving Fisher, uma semana antes da “*Black Thursday*” de outubro de 1929) que as ações haviam atingido “um patamar permanentemente elevado”...

detentora do maior passivo externo líquido. O formato da expansão econômica dos anos 1990, porém, acrescentou a esse “endividamento” externo (e ao endividamento governamental) um fenômeno novo: o endividamento do setor privado norte-americano; os déficits são *trigêmeos*. No que respeita às famílias, o endividamento deu azo a uma forte expansão do consumo, em parte assentada no enriquecimento (até certo ponto) ilusório provido pela valorização das ações. Frente ao esvaziamento da bolha e à recessão subsequente, as políticas econômicas adotadas promoveram forte aumento na liquidez global, o qual deu novo fôlego ao processo de valorização dos imóveis (que vinha de meados dos anos 1990) e originou cirandas especulativas envolvendo outros tantos ativos, entre os quais aqueles emitidos pelo mundo em desenvolvimento.

No novo século, o crescimento tem estado assentado numa curiosa simbiose entre as famílias dos países ricos (particularmente as famílias norte-americanas), que consomem, e o mundo em desenvolvimento (particularmente o asiático), que investe; entre agentes endividados e que prosseguem em déficit (como as mesmas famílias norte-americanas e seu país) e agentes públicos e privados, mundo afora (inclusive em países desenvolvidos) que continuam, alegremente, a acumular ativos em dólares que recebem em contrapartida aos bens que exportam para os Estados Unidos. A seção 2 do texto trata das continuidades e descontinuidades do período posterior a 2001 em relação à década de 90, mas com ênfase sobre os países desenvolvidos, particularmente sobre os Estados Unidos. Segue-se uma breve conclusão, que traz de volta à cena os países em desenvolvimento e se atreve a sugerir alguns cenários para o futuro.

1 Crescimento e convergência na era da globalização

1.1 A era de ouro, ainda a do relicário

Uma das poucas regras gerais que se aplicam à economia global é esta: a economia global se expande; mais bens, mais serviços, mais trabalho (embora não necessariamente mais felicidade – os economistas estão cientes da parcialidade de suas medidas de produção de riqueza). A regra, é certo, comporta exceções, felizmente raras: a última, de fato, foi registrada durante a grande depressão deflagrada pela crise da bolsa de New York em 1929; naquele período, houve contração no produto. De lá para cá, o mundo tem crescido, ano após ano. O *ritmo* do crescimento, no entanto, varia de forma importante. Além disso, nem sempre o que vale para o todo vale para suas partes: economias nacionais estão sujeitas a períodos, às vezes prolongados, de contração ou estagnação em termos de produto e emprego.

Nenhum de nós está definitivamente livre de momentos de nostalgia por um tempo dourado que jamais houve. Os economistas não somos menos propensos que os demais profissionais a fantasias míticas e místicas (antes pelo contrário). Mas nos distingue o fato de podermos – talvez para nossa desgraça – avaliar cada período à luz de uma era que, pela maior parte dos nossos pobres e limitados critérios, foi efetivamente de ouro. Entre o final da Segunda Grande Guerra e o primeiro choque do petróleo, coincidindo, grosso modo, com a vigência do acordo de Bretton Woods em seu formato original, a economia global cresceu a uma taxa média anual de 4,9%. Para o PIB per capita, a taxa foi de 2,9% a.a.³ A esse ritmo, o cidadão global médio dobrava sua renda real em aproximadamente 25 anos.

³ Mais precisamente, entre 1950 e 1973. Dados extraídos de Maddison, A. *Monitoring the world economy*. Paris: OCDE, 1995.

Para alguns, porém, o melhor ainda está por vir. A verdadeira e definitiva era de ouro espera por nós ao final desse longo (e às vezes doloroso) processo de integração comercial, produtiva e financeira entre as nações, resumido na idéia de “globalização”. Tal processo, que ganhou velocidade com a ruptura do esquema de taxas de câmbio fixas de Bretton Woods, entre 1971 e 1973, aprofundou-se com os processos nacionais de desregulamentação e de abertura externa, comercial e financeira, como também com as reformas no plano da institucionalidade multilateral. Falaremos mais adiante de algumas dessas dimensões.

Fato é que o crescimento nunca havia sido e jamais foi o mesmo dos “trinta gloriosos” anos do pós-guerra. Entre 1975 e 2005, o crescimento global foi de 3,5% a.a.⁴ A taxa de variação anual do PIB per capita caiu para algo em torno de 1,5%;⁵ intermináveis 47 anos de labuta não bastariam para garantir ao filho do mesmo cidadão global médio uma duplicação de sua renda.

O Gráfico 1 permite uma primeira aproximação à trajetória da economia global nessa nova fase. Nele, os primeiros anos registrados, de 1970 a 1973, de fato correspondem aos momentos finais do longo ciclo de crescimento iniciado em 1950, durante o qual, segundo Maddison, a variação anual *mais baixa* do PIB global foi de 3,2% (em 1958).⁶ Daí em diante, alternaram-se fases de expansão mais acelerada e períodos “recessivos” mais curtos – de um a três anos – de crescimento moderado, inferior a 2,5% a.a.⁷

A desaceleração profunda em 1974 e 1975 deveu-se aos impactos diretos e indiretos⁸ do primeiro choque do petróleo. Um segundo choque, em 1979, aliado ao arrocho monetário promovido pelo então presidente do Fed, Paul Volcker, pôs fim ao breve e conturbado intervalo de crescimento entre 1975 e 1978. Refeita, após três anos de convalescença, a economia global deslanchou em 1983 um processo de crescimento relativamente longo e intenso – do qual, porém, foram excluídos a América Latina e vários outros países em desenvolvimento. No início dos anos 1990, nova recessão norte-americana, novo choque do petróleo e nova desaceleração global. Na expansão subsequente, constatou-se, aos poucos, particularmente para a economia norte-americana, a prevalência de uma combinação excepcionalmente favorável entre alto crescimento, baixa inflação, baixo desemprego e aceleração no crescimento da produtividade. Embevecidos, muitos economistas reabilitaram a esperança (essa sim mística e quimérica) de uma “nova economia” em que o crescimento seria simultaneamente intenso e estável, e enfim liberto dos espasmos cíclicos que sempre caracterizaram o capitalismo. A frustração dessa esperança, com a implosão da bolha *dot-com*, iniciada em 2000, foi espetacular, mas a desaceleração econômica no ano seguinte surpreendeu a alguns por seu caráter relativamente breve e suave. Após 2001, o crescimento voltou a acelerar, e de forma significativa. Na segunda parte deste texto, veremos com mais detalhes os dois mais recentes surtos de crescimento. Por ora, interessa chamar a atenção para a segunda coluna apresentada no Gráfico 1, que descreve a performance do crescimento norte-americano.

⁴ FMI, base do *World Economic Outlook*.

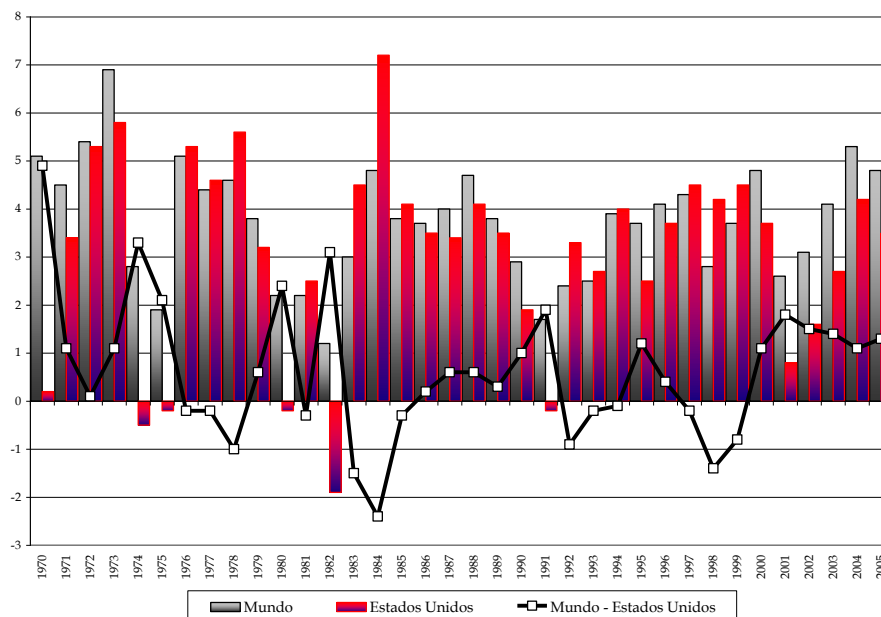
⁵ Banco Mundial, *World Development Indicators online*.

⁶ Maddison, A. *The world economy – a millennial perspective*. Paris: OCDE, 2001. p. 332.

⁷ Não há consenso acerca da definição apropriada de recessão para a economia global. Uma regra prática, segundo o *Economist*, consiste em tratar como recessão um crescimento global da ordem de 2-2,5% (ver *The Economist*, Defining a downturn, Sept. 2nd, 2001 e Going Downhill, Sept. 27th, 2001).

⁸ Vale dizer, por intermédio das políticas econômicas adotadas pelos governos dos países centrais.

Gráfico 1
Variação real anual do PIB global e norte-americano, 1970-2005



Fonte: BEA e FMI, base do *World Economic Outlook* (versão de abril de 2006, em todos os gráficos e tabelas que a empregam, salvo menção em contrário).
Elaboração própria.

A economia norte-americana contribui com uma fatia considerável do produto global – algo entre 20% e 30%, conforme a metodologia empregada.⁹ Não admira, portanto, a existência de uma forte correlação entre os movimentos dos produtos global e norte-americano. Ademais, embora apresente uma relação entre comércio exterior e PIB relativamente baixa, o país é responsável por fração significativa do comércio internacional. Em 1973, suas importações representavam 12,3% das importações globais de bens; em 2004, 16,5%.¹⁰ Isso faz dos Estados Unidos (à parte a União Européia) o principal importador de bens do mundo. As oscilações no crescimento norte-americano transformam-se, rapidamente, em oscilações importantes nas exportações dos demais países.

O papel desempenhado pelos Estados Unidos na economia global, porém, vai muito além disso. Se a sabedoria popular está correta quando afirma que o que move o mundo é o dinheiro, convém lembrar que o dinheiro do mundo é, por excelência, o dólar norte-americano. Este papel central do dólar, ciosa e estrategicamente preservado por administrações democratas e republicanas, confere ao país o extraordinário poder de determinar, com desenvoltura, o mais importante preço do mundo: o “preço” básico do dinheiro, i.e., a taxa de juros que remunera aplicações de curtíssimo prazo em títulos da própria dívida pública norte-americana. Sobre este preço, constrói-se toda a pirâmide de taxas de juros nacionais e internacionais, cujos movimentos estimulam, sancionam ou contêm o crescimento econômico assimetricamente distribuído entre países e regiões.

⁹ O PIB norte-americano, em 2005, atingiu a soma de US\$ 12,5 trilhões; o PIB global no mesmo ano foi de US\$ 44,4 trilhões.

¹⁰ WTO. *International Trade Statistics 2005*. Em 1973 e em 2004, suas exportações representavam, respectivamente, 12,3% e 9,2% das exportações globais de bens.

Naturalmente, este é um vasto e vário mundo, em que os choques – como os do petróleo ou o da elevação dos juros norte-americanos em 1979 – não se disseminam de forma homogênea e instantânea. Noutros termos, sua propagação não se dá no vácuo, mas num meio denso e diversificado, no qual as distintas condições internacionais, regionais e nacionais conferem às políticas econômicas maiores ou menores graus de liberdade para o ajustamento a novas condições.

Nos estertores do regime de Bretton Woods, o produto global estava concentrado, muito mais do que hoje, num pequeno grupo de economias desenvolvidas. Nos cálculos de Angus Maddison, o sub-conjunto constituído por Estados Unidos, Europa Ocidental e Japão era responsável, em 1973, por 55,4% do PIB global; a participação total do bloco desenvolvido¹¹ era de 58,6%. Naquele período, a integração entre esses países era muito inferior à atual. E prevalecia ainda o padrão instaurado no pós-guerra, pelo qual, de forma geral, a taxa de crescimento do produto (inclusive do produto per capita) dos países desenvolvidos superava a norte-americana, permitindo-lhes reduzir a diferença entre o nível de vida de seus cidadãos e aquele desfrutado pelos cidadãos da principal potência. A chamada *convergência* abria suas asas, com mais generosidade, exatamente sobre a parte mais rica do mundo.¹² Por outro lado, parte significativa do produto global (17,4% em 1973) era produzida no bloco socialista, que conformava um sub-sistema cuja dinâmica econômica era inteiramente distinta.¹³

Esses fatores sugerem explicações possíveis para a constatação que se pode fazer ao contemplar – de um observatório a olho nu, sem qualquer aparato econométrico – os dados do Gráfico 1. A constatação é que a diferença entre o crescimento global e o norte-americano, sujeita a grandes flutuações até meados dos anos 1980, passa após isso a oscilar de forma muito mais moderada. De fato, as trajetórias das economias global e norte-americana revelam-se não apenas mais sincrônicas como também mais estáveis.¹⁴

Um tal resultado pareceria confirmar a presunção de que um mundo econômico muito mais “unificado” – dos pontos de vista comercial, produtivo e financeiro – deva mover-se mais em... unísono. O aumento da integração é, obviamente, inegável, e revelou-se uma tendência particularmente expressiva durante os anos 1990. Falemos mais dela, antes de mostrar como a era da globalização tem, de fato, ensejado profundas assimetrias entre países e regiões.

¹¹ Incluindo ainda Canadá, Austrália e Nova Zelândia. (Maddison, A. *The world economy – a millennial perspective*. Paris: OCDE, 2001. p. 128 e 264).

¹² A condição mais simples para a caracterização de um episódio de convergência é o crescimento da renda per capita a taxas superiores àquelas de uma economia “desenvolvida”, como por exemplo a norte-americana. No período 1950-1973, o exemplo mais estonteante de convergência foi o do Japão, cuja renda per capita cresceu a uma taxa anual média de 8,1%, superando largamente a taxa norte-americana, de 2,5%. Nos 12 principais países da Europa Ocidental, a taxa foi de 3,9% a.a. No continente asiático (exclusive Japão e inclusive Oriente Médio), 2,9%. Nos 8 maiores países latino-americanos, apenas 2,6% (mas 3,7% no Brasil). Na África, 2,1% (Maddison, 2001). Como esclarece a UNCTAD (1997, p. 72), a comparação entre as trajetórias da renda per capita é apenas um dos critérios possíveis (denominado *beta*) de convergência. A chamada convergência *sigma* diz respeito à “dispersão em torno da renda per capita média”; segundo esse critério, haveria antes uma tendência de longo prazo à ampliação da divergência entre países ricos e pobres. UNCTAD. *Trade and development report*. 1997.

¹³ O número resulta da soma das participações no PIB global da antiga União Soviética, do Leste Europeu e da China.

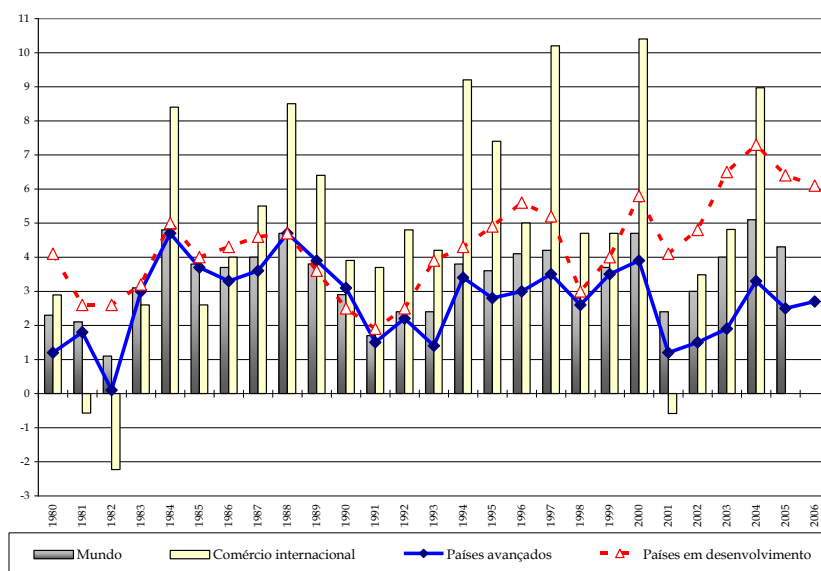
¹⁴ Segundo Barrell e Gottschalk, a redução da volatilidade do produto nos Estados Unidos a partir de meados dos anos 1980 (e particularmente durante os anos 1990) foi já claramente demonstrada por farta literatura. Barrell, R.; Gottschalk, S. *The determinants of the volatility of the output gap in the G7*. *National Institute Economic Review*, Apr. 2004. Ver também os comentários de Bernanke, B. S. *The great moderation*. Remarks at the meetings of the Eastern Economic Association, Washington, DC, Feb. 20th, 2004. Dados interessantes para outros países da OCDE podem ser encontrados em Martin, W.; Rowthorn, R. *Will stability last? CESifo Working Paper 1324*, Nov. 2004.

1.2 A marcha da integração

É fácil aferir a crescente integração comercial entre os países. Basta, para isso, a constatação de que a razão entre comércio internacional e PIB global é cada vez mais elevada. Aliás, a regra relativa ao comércio internacional é bastante simples: quando o produto global apresenta um bom crescimento, o comércio cresce ainda mais; em anos de “recessão” global, o crescimento do comércio internacional cai fortemente, podendo mesmo tornar-se negativo (ver o Gráfico 2).

Gráfico 2

Taxas anuais de crescimento do comércio internacional (volume) e do PIB real (global, países avançados e países em desenvolvimento) ⁽¹⁾



(1) Os dados dos “países em desenvolvimento” correspondem ao grupamento “outros países emergentes e em desenvolvimento”, empregado pelo FMI, que não inclui Hong Kong, Coréia do Sul, Singapura, Taiwan (i.e., os “países asiáticos de industrialização recente”) e Israel, considerados “avançados” pelo FMI. Noutros termos, o grupo inclui América Latina e Caribe, África, os países restantes do Oriente Médio, os demais países em desenvolvimento da Ásia, os países da Europa Central e do Leste (entre os quais a Turquia), a Rússia e a Comunidade de Estados Independentes (agregado de 12 países que, além da Rússia, vai da Armênia ao Usbequistão).

Fonte: FMI, base do *World Economic Outlook*.

A relação entre exportações e PIB globais, de 10,5% em 1973, subiu para 17,2% em 1998 (Maddison, 2001, p. 363); em 2004, segundo os dados da OMC, as exportações globais de bens, no valor de US\$ 8,9 trilhões, equivaliam a aproximadamente 22% do PIB global (de US\$ 40,1 trilhões). A integração produtiva entre os países por meio do investimento direto (fazendo com que parte substancial do comércio internacional hoje ocorra no interior de firmas multinacionais), a transição (inicialmente catastrófica) do antigo bloco socialista, a liberalização (nem sempre voluntária) do comércio exterior nos países em desenvolvimento, a reestruturação do aparato multilateral de regulação comercial, com o surgimento da OMC em 1994, contribuíram para esse resultado. Durante os anos 1990, o aprofundamento da integração comercial foi extraordinário: a taxa de crescimento do

comércio internacional foi muito elevada em termos absolutos (7,4% a.a.) e em relação ao ritmo de crescimento do PIB global.¹⁵ Uma outra medida da integração comercial consiste na relação entre fluxo de comércio internacional (exportações *mais* importações) e PIB; a Tabela 1 mostra mudanças expressivas nos anos 1990, especialmente na América Latina.¹⁶

Tabela 1
Comércio de bens (exportações mais importações) em % do PIB: G-7 e países selecionados da América Latina e da Ásia

	1983-1990	1992-2000	2002-2003
Países de renda elevada	31,2	34,6	38,1
Alemanha	49,4	44,0	55,9
Canadá	46,3	62,0	63,3
Estados Unidos	14,6	18,2	18,3
França	36,9	40,4	45,1
Itália	34,5	37,2	41,0
Japão	18,9	15,9	19,4
Reino Unido	42,5	42,5	39,4
América Latina e Caribe	23,9	29,3	41,5
Argentina	13,1	16,3	33,7
Brasil	15,5	15,4	24,5
Chile	45,4	48,1	54,2
México	29,7	48,9	53,5
Leste Asiático e Pacífico	37,4	55,4	66,9
China	27,2	39,4	54,4
Coreia	59,4	53,9	59,6
Hong Kong	195,7	238,1	275,5
Índia	11,4	18,1	20,9
Indonésia	38,4	49,9	48,0
Malásia	101,2	165,4	178,4
Tailândia	50,6	78,9	107,3
Mundo	31,4	35,8	40,9

Fonte: Banco Mundial. *World Development Indicators online*. Elaboração própria.

Já no que toca à integração financeira, um indicador tradicional vem a ser o tamanho e a persistência, nos balanços de pagamento nacionais, de déficits e superávits em conta corrente (países com déficits importam capital e vice-versa). Desse ponto de vista, parece (dada a precariedade dos dados) provável que os picos históricos das razões globais entre superávits (ou déficits) em conta corrente e produto sejam ainda aqueles atingidos no final do século XIX e no início do XX.¹⁷ Mas é certo que, especialmente na segunda metade dos anos 1990, a razão entre a

¹⁵ No ciclo expansivo 1992-2000, para cada ponto percentual de crescimento do PIB global o comércio internacional cresceu 1,91 ponto. No ciclo precedente, a relação (que pode ser considerada uma estimativa grosseira da elasticidade-PIB do comércio internacional) era de apenas 1,37. No ciclo atual foi, até 2005, de 1,39 (ver, à frente, a Tabela 2).

¹⁶ O Banco Mundial mede fluxos comerciais e PIB em dólares correntes. Os coeficientes aumentam enormemente após desvalorizações cambiais, refletindo a queda do PIB medido em dólares. Parte da elevação dos coeficientes no Brasil e na Argentina em 2002 e 2003 reflete esse efeito.

¹⁷ Obstfeld, M.; Taylor, A. M. *Global capital markets - integration, crisis, and growth*. Cambridge: Cambridge University Press, 2004. Ver também Bordo, M.; Eichengreen, B.; Irwin, D. *Is globalization today really different than globalization a hundred years ago?* Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, Jun. 1999. (NBER Working Paper, n. 7195).

somatória de déficits em conta corrente nacionais e o PIB global aumentou de forma significativa; passou de 1,1% em 1995 para 2,6% em 2004. Entretanto, essa variação expressa, no essencial, o crescimento do déficit em transações correntes de um único país, os Estados Unidos.¹⁸

Para além desse aspecto, o foco sobre os saldos em conta corrente capta apenas os movimentos *líquidos* de capital, deixando de lado uma das mais notáveis características da era da globalização. Essa característica, de proporções historicamente inéditas, vem a ser o vertiginoso aumento dos fluxos *brutos* de capitais, que se dá principalmente *entre países desenvolvidos*.¹⁹ Em um país como (por exemplo) os Estados Unidos, bilhões e bilhões de dólares são anualmente empregados na aquisição de ativos no exterior – tomando a forma de fluxos de investimento direto e de portfólio ou de outros tipos de empréstimos; ao mesmo tempo, porém, outros muitos bilhões são recebidos do exterior em contrapartida à venda de ativos norte-americanos. Segundo Lane e Milesi-Ferretti (2006, p. 15), a relação entre ativos e passivos externos dos países e o PIB global passou de 45% em 1970 para 100% em 1987. Mas a grande explosão foi posterior: o valor passou de 200% em 1998 e de 300% em 2004.²⁰ A velocidade da integração financeira, medida dessa forma, superou em muito não apenas a do produto como também a do comércio internacional (e foi bem mais elevada nos países desenvolvidos²¹ do que nos demais).

A dimensão especificamente produtiva da integração patrimonial entre os países pode ser aferida de diversas formas. O Gráfico 3 mostra o forte crescimento da razão entre estoque de investimento direto externo e PIB do país de origem. O movimento é particularmente acentuado nos anos 1990, em especial na segunda metade, refletindo não só o ritmo do investimento *greenfield* como a volumosa onda de fusões e aquisições do período (o investimento direto contabiliza também a aquisição de participações acionárias acima do limiar de 10% do capital das empresas); chama a atenção no gráfico o baixo grau de extroversão do investimento direto externo japonês.

18 Nos últimos anos, de fato, aumentou substancialmente o número de países superavitários, ao mesmo tempo em que o déficit concentrou-se num número cada vez menor de países *desenvolvidos*. Surpreendentemente, aliás, o conjunto de países em desenvolvimento tornou-se superavitário, em chocante contradição com a expectativa nutrida pela teoria econômica, segundo a qual países em desenvolvimento são naturalmente deficitários e, portanto, financiados por fluxos de capital provenientes dos países avançados.

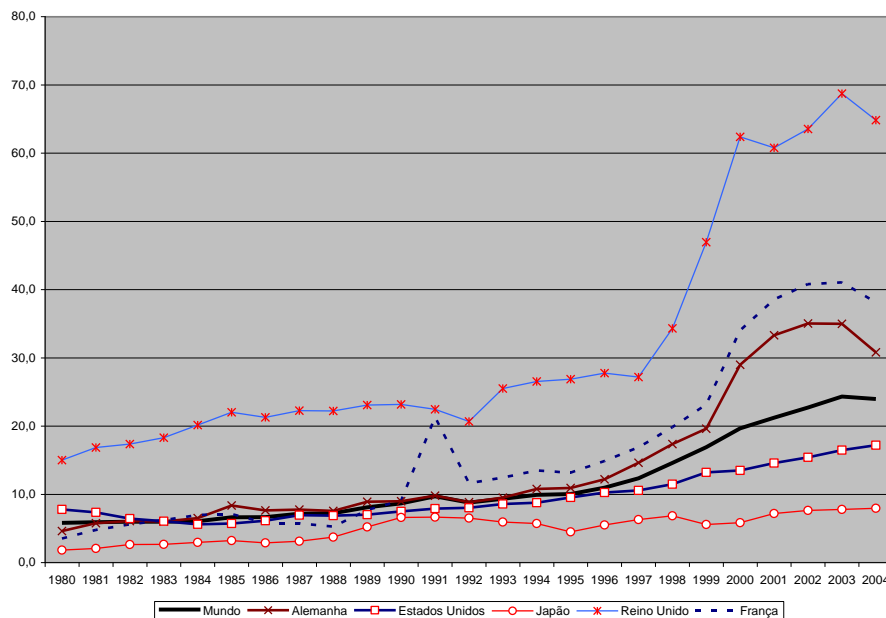
19 Nos termos de Obstfeld e Taylor (2002), “Globalized capital markets are back, but with a difference: capital transactions seem to be mostly a rich-rich affair, a process of ‘diversification finance’ rather than ‘development finance’.” (Obstfeld, M.; Taylor, A. M. *Globalization and capital markets*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2002. (NBER Working Paper, n. 8846).

20 Lane, P. R.; Milesi-Ferretti, G. M. *The external wealth of nations mark II: revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970-2004*. Washington, DC: International Monetary Fund, 2006. (IMF Working Paper, n. 06/69).

21 No caso específico dos Estados Unidos o valor acumulado dos influxos brutos de capital no período 1999-2003 montou a 38% do PIB do país naquele último ano; as saídas brutas foram de 17% do PIB. Para o mesmo período, no caso da Eurolândia, influxos e saídas foram de 44%; no Reino Unido, chegaram a 133% e 125%! Os valores japoneses são mais moderados: apenas 2,5% para os influxos e 15% para as saídas (Lane, P. R.; Milesi-Ferretti, G. M. *Financial globalization and exchange rates*. Washington, DC: International Monetary Fund, 2003. (IMF Working Paper, n. 05/3).

Gráfico 3

Estoque de investimento direto externo como % do PIB do país de origem



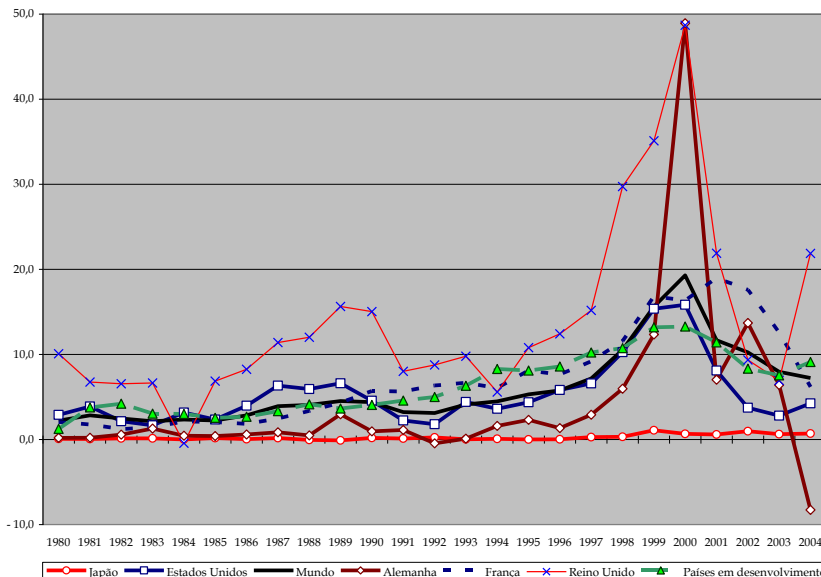
Fonte: Unctad, base de dados do *World Investment Report*.

Os Gráficos 4 e 5 tornam evidente o aumento extraordinário da participação do investimento direto externo na formação bruta de capital fixo de países e regiões. Novamente, identifica-se uma clara inflexão em meados dos anos 1990. A exceção, no âmbito dos países desenvolvidos é, novamente, o Japão, muito pouco receptivo ao capital externo. O Gráfico 5 sugere que, nos passos do “ganso-líder” Coreia e Taiwan apresentam comportamento também comedido quanto à recepção do investimento direto.

Como se sabe, também os fluxos globais de investimento direto externo em sua maior parte se originam de países avançados e têm por destino outros países avançados.²² Isso seria em princípio compatível com uma participação relativamente mais elevada do investimento direto estrangeiro na formação bruta de capital fixo dos países em desenvolvimento; frações relativamente pequenas do investimento direto externo dos países desenvolvidos poderiam assumir peso elevado no investimento de economias muito menores. Entretanto, constata-se, a contribuição do investimento direto à formação bruta de capital fixo nos países em desenvolvimento é inferior à média global.

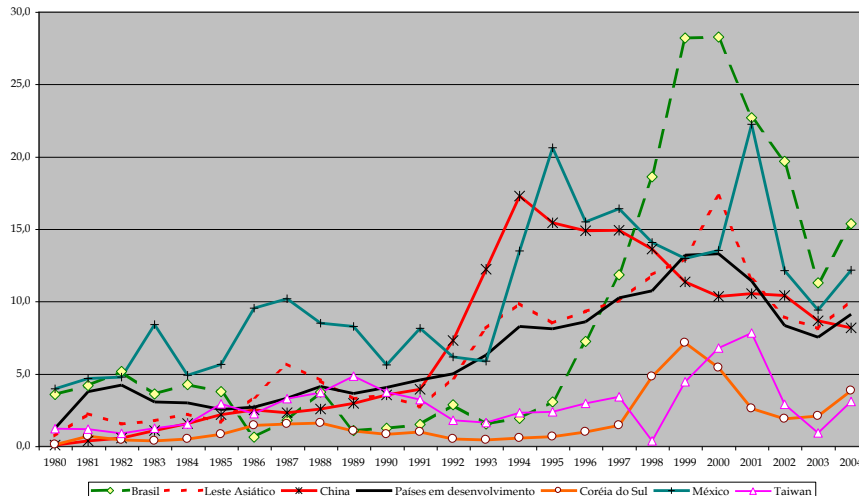
²² Entre 1970 e 2004, a menor participação dos países desenvolvidos como destino dos fluxos globais de investimento direto deu-se em 1997: 82,6%. Para 2004, o valor estimado pela UNCTAD é de 87,3%.

Gráfico 4
Influxos de investimento direto externo em % da formação bruta de capital fixo do país ou região receptor



Fonte: Unctad, base de dados do *World Investment Report*.

Gráfico 5
Investimento direto como % da formação bruta de capital fixo do país ou região receptor



Fonte: Unctad, base do *World Investment Report*.

1.3 O mundo e seu novo umbigo

A aparência de ordem (um pouco mais) unida sugerida pelo Gráfico 1 e pelos índices de integração crescente entre os países esconde, sugeriu-se acima, transformações estruturais de enorme importância. Uma delas reside no fato de que, a partir do início da década de 1990, os países em desenvolvimento crescem, sistematicamente, a taxas mais elevadas do que aquelas do grupo de países desenvolvidos (ver novamente o Gráfico 2). Seria possível afirmar, então, que a

globalização estaria a promover um novo episódio de convergência, mas dessa vez concentrado nos países em desenvolvimento?

A Tabela 2 mostra, para grupos e países selecionados, as taxas de crescimento médio anual entre 1983 e 2005, singularizando também o crescimento durante cada um dos três ciclos de expansão ocorridos durante o período. Convém chamar atenção para o fato de que, entre 1983 e 1990, bem como entre 1992 e 2000, o processo de crescimento teve a oportunidade de desdobrar-se até o habitual desenlace recessivo; o ciclo de expansão recente, iniciado em 2002, salvo melhor juízo (mais sobre isso na conclusão deste texto), está apenas começando e portanto deve ser considerado um objeto distinto.

Tabela 2
Variação real do PIB, mundo, países e regiões (média anual)

	1983-1990	1992-2000	2002-2005	1983-2005
Mundo	3,8	3,6	4,3	3,7
Economias avançadas	3,7	2,9	2,4	3,0
Estados Unidos	4,0	3,7	3,0	3,4
Japão	4,2	1,0	1,7	2,3
União Européia	2,8	2,4	1,7	2,3
Eurolândia	n.d.	2,1	1,2	n.d.
NICs asiáticos	8,6	5,9	4,7	6,5
Países em desenvolvimento	4,0	4,5	6,6	4,6
Ásia em desenvolvimento	7,1	7,8	8,2	7,5
China	9,8	10,5	9,8	10,0
América Latina e Caribe	1,8	3,3	3,0	2,6
Brasil	2,4	2,8	2,4	2,5
CEI e Mongólia	3,1	-4,2	7,0	0,5
Europa Central e do Leste	2,3	2,7	5,2	2,4
África	2,5	2,4	4,7	2,8
MEMO: crescimento do comércio internacional	5,2	6,7	5,7	5,6

Fonte: FMI, base do *World Economic Outlook*. Elaboração própria.

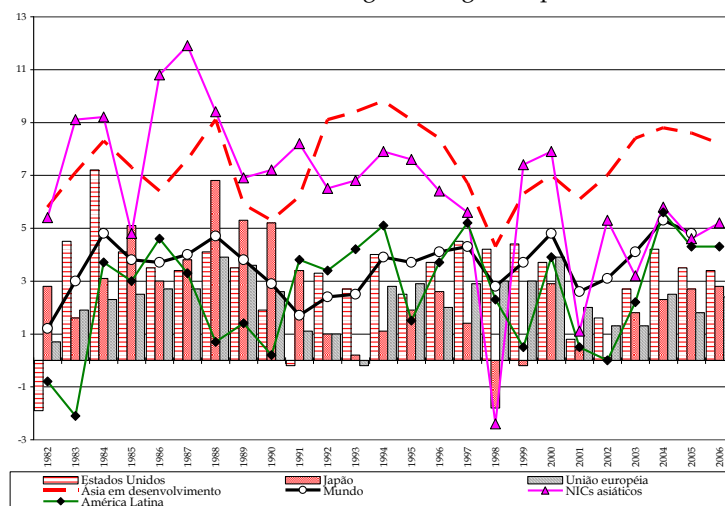
Salta os olhos, na tabela (e no Gráfico 6), o fato de que a economia norte-americana, supostamente “madura” e portanto (supostamente) menos dinâmica, assume desde o ciclo dos anos 1980 a liderança do crescimento no grupo das economias avançadas. De ciclo a ciclo, embora desacelere, aumenta o diferencial em relação a Japão e União Européia.

O dinamismo do conjunto dos países em desenvolvimento fica também patente. Entretanto, a tabela deixa clara a existência de importantes assimetrias entre os países e regiões que o compõem. A performance latino-americana, inferior à global em todos os sub-períodos, é decepcionante. E a tragédia da antiga União Soviética, no período 1991-2000, é quase inqualificável; o leste europeu e a África mostram uma performance mais dinâmica somente no atual ciclo de expansão. O destaque permanente, é claro, cabe aos países da chamada Ásia em Desenvolvimento,²³ bem como aos quatro “tigres” asiáticos (Coreia, Taiwan, Hong Kong e Cingapura); no caso dos últimos, a despeito da queda livre verificada entre 1997 e 1998.

²³ Esse grupo de 26 países (três dos quais não incluídos da base de dados do FMI) e no qual estão China, Índia e as economias da Asean, não inclui o Oriente Médio, como tampouco os países asiáticos que integram a CEI.

Gráfico 6

Taxas de crescimento do PIB real: global, regiões e países selecionados

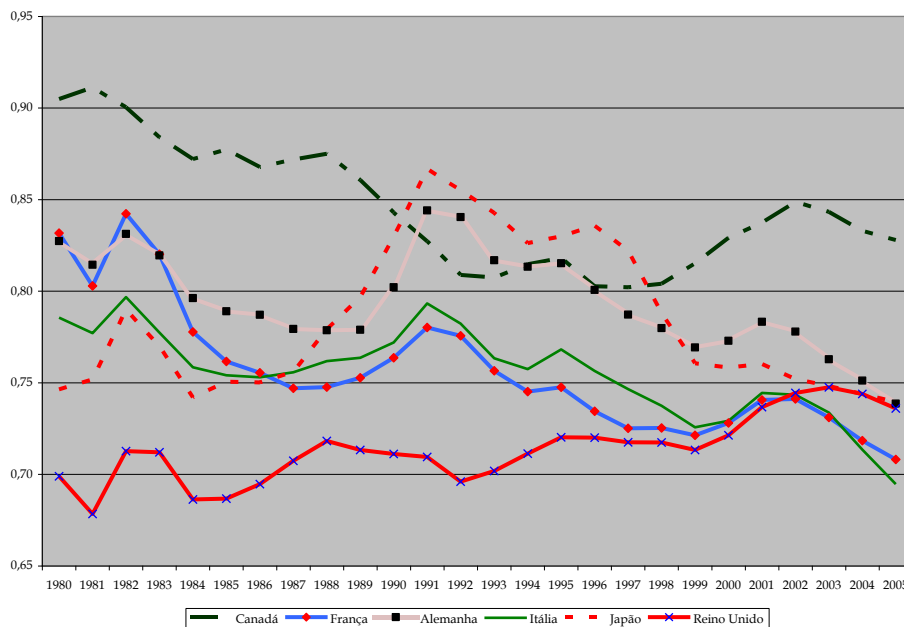


Fonte: FMI, base do *World Economic Outlook*. Elaboração própria.

Os números do crescimento global e sua distribuição entre países e regiões deixam claro que os anos 1990, por mais “estrondosos” (ou *roaring*) que possam ter sido (e o foram, de vários pontos de vista), de forma alguma podem ser considerados “a mais próspera década do mundo” (Stiglitz, 2003).²⁴ Foram, isto sim, anos norte-americanos... e asiáticos. Os Estados Unidos cresceram a 3,7% a.a., uma taxa próxima àquela dos anos dourados (3,9%). A Ásia em Desenvolvimento – na qual pesa sobremaneira o PIB chinês – prosseguiu no seu ritmo “miraculoso” de quase 8% a.a.

Gráfico 7

G-6: PIB PPP per capita como percentagem do norte-americano



Fonte: FMI, base do *World Economic Outlook*.

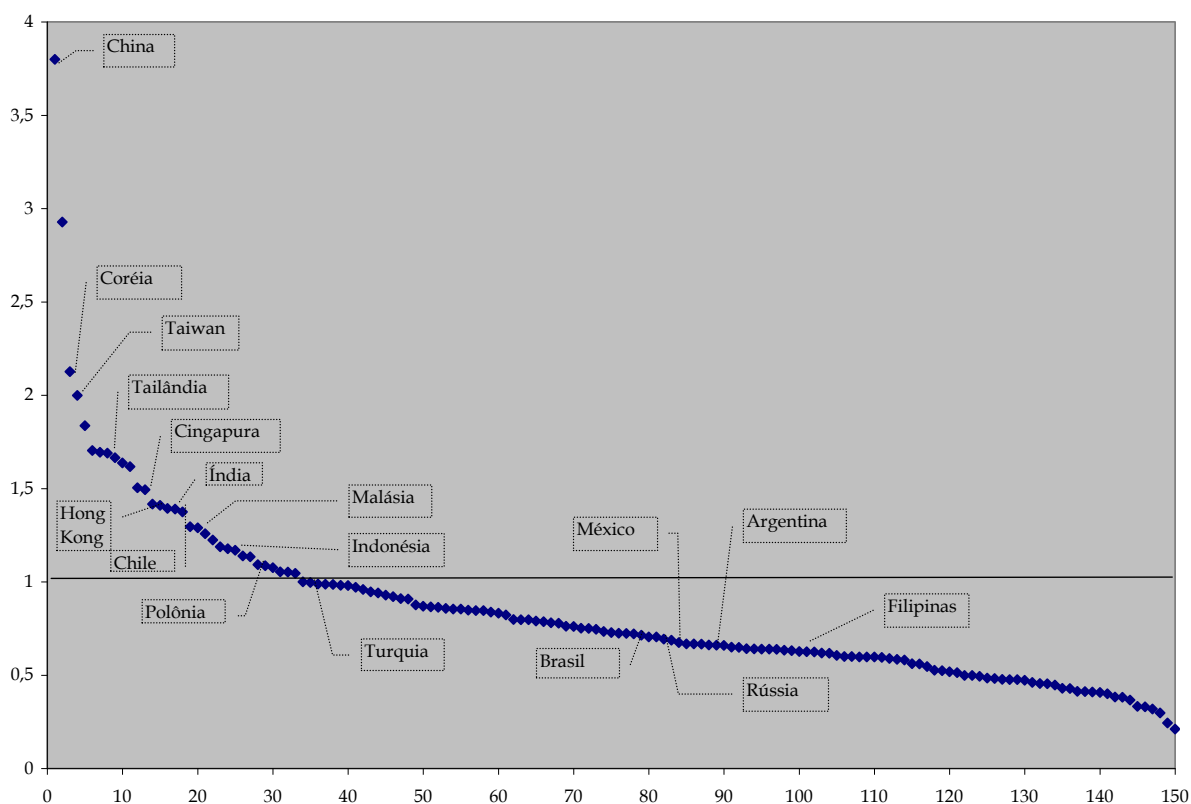
²⁴ Stiglitz, J. E. *The roaring nineties – a new history of the world’s most prosperous decade*. New York: Norton, 2003.

Já no que diz respeito à renda per capita, mais apropriada à análise de processos de convergência, o Gráfico 7 atesta que, pelo menos em relação às seis maiores economias desenvolvidas, convergência já não há. Vale ressaltar que, de toda forma, o PIB per capita desses países, embora tenha caído em relação ao PIB per capita norte-americano, conservou-se em patamares bastante confortáveis, na maior parte dos casos entre 70% e 75% do PIB per capita norte-americano (o PIB per capita da Eurolândia, não mostrado no gráfico, era, em 2005, 69% do norte-americano).

É interessante apresentar um quadro um pouco mais completo da performance dos países em desenvolvimento. O Gráfico 8 mostra, para um conjunto de 149 países (inclusive os quatro NICs asiáticos), a variação, para o período 1982-2005, da relação entre o PIB per capita nacional (medido com base na PPP) e o PIB per capita norte-americano. Os 33 países situados acima da linha horizontal (que passa precisamente sobre a economia norte-americana, para a qual esse coeficiente é igual a 1) são os que convergiram durante o período.

Gráfico 8

Países em desenvolvimento: variação da relação entre PIB PPP per capita nacional e PIB PPP per capita norte-americano, 1982-2005



Fonte: FMI, base do *World Economic Outlook*, setembro de 2005. Elaboração própria (para as séries utilizadas, a base de abril de 2006 apresenta muitas lacunas ainda sem explicação).

A interpretação é simples: em 1982, o PIB per capita chinês equivalia a 3,9% do norte-americano; em 2005, equivalia a 14,9%; a relação entre ambos aumentou aproximadamente 3,8 vezes – este é o

número plotado na ordenada do gráfico. Dentre os “convergentes”, abundam os países asiáticos. Da América Latina, só está o Chile. Da Europa, o único país de porte é a Polônia.²⁵ O PIB PPP do grupo de convergentes representava, em 1982, 31% do PIB da amostra de 149 países. Em 2005, a relação entre ambos já era de 57%. Em termos de PIB, essa convergência concentrou-se em pouquíssimos países. Mais precisamente, em nove asiáticos, cujos PIBs equivaliam, em 2005, a 92% do PIB total do grupo “convergente”. Por outro lado, como entre esses países estão China, Índia e Indonésia,²⁶ não se pode deixar de admitir a relevância do fenômeno, considerado o tamanho das populações envolvidas. Nesses três últimos casos, convém ressaltar, o processo de convergência alçou o produto per capita a níveis ainda irrisórios em relação ao norte-americano; para a Índia, a convergência levou, entre 1983 e 2005, a relação entre o produto per capita nacional e o norte-americano de um ponto de partida de 5,7% para 8,0%; para a Indonésia, de 8,1% para 9,5%.²⁷

Ao longo do último quarto de século, os diferenciais nas taxas de crescimento produziram resultados acumulados de enorme importância. O sub-conjunto de países em desenvolvimento passou a responder – se nele incluímos (ao contrário do que faz o FMI) os quatro “novos ricos” asiáticos – por um pouco mais da metade do PIB global (medido, na Tabela 3, com base no critério da paridade de poder de compra).²⁸ De 1980 a 2005, o mundo em desenvolvimento ganhou 9,8 pontos percentuais de participação no PIB global. Para ele perderam espaço o Japão (1,8 ponto percentual, mas com fortes perdas concentradas no período 1990-2005) e, principalmente, a União Européia (7,3 pontos). Já a participação norte-americana, relativamente robusta na maior parte do período, sofreu uma perda pequena (1,2 ponto) e concentrada entre 2000 e 2005.

Tabela 3

Participação no PIB global (medido com base na paridade de poder de compra): países e regiões

	Estados Unidos	União Européia	Japão	Demais avançados	Sub-total	Nics asiáticos	China	Ásia em desenvolvimento excl. China	América Latina e Caribe	Resto do mundo em desenvolvimento	Sub-total
1980	21,3	27,6	8,2	1,8	58,9	1,6	3,4	7,4	9,6	19,0	41,1
1985	21,7	25,7	8,3	2,1	57,7	1,9	5,0	8,0	8,6	18,7	42,3
1990	21,3	24,9	8,7	2,2	57,1	2,5	6,1	9,0	7,9	17,4	42,9
1995	21,2	23,6	8,3	2,5	55,5	3,1	9,5	10,5	8,3	13,1	44,5
2000	21,4	22,5	7,3	2,5	53,7	3,3	11,8	10,7	8,0	12,5	46,3
2005	20,1	20,3	6,4	2,2	49,1	3,2	15,4	11,7	7,4	13,2	50,9

Fonte: FMI, base do *World Economic Outlook*. Elaboração própria.

O ganho do mundo em desenvolvimento foi inteiramente açambarcado por países asiáticos, cuja participação passou de 12,4% do PIB global em 1980 para 30,3% em 2005 – valor que supera (e

²⁵ Os demais – que permanecem anônimos, no gráfico, por motivos técnicos – dividem-se entre países menores (como Tunísia e Moçambique) e minúsculos (como Cabo Verde, Antígua e Barbuda e Malta).

²⁶ Além de, em ordem decrescente de PIB, Coreia, Taiwan, Tailândia, Malásia, Hong Kong e Vietnã.

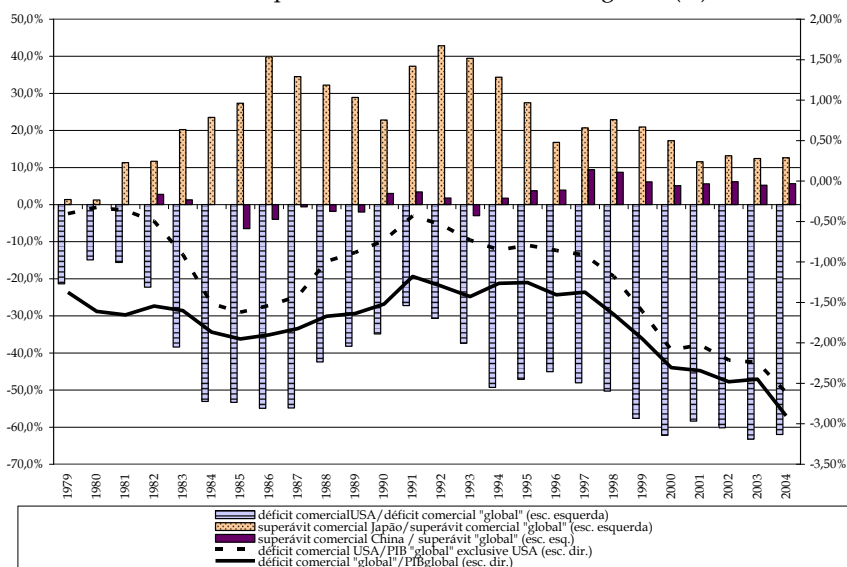
²⁷ Os números para os quatro NICs, muito mais elevados, permitem entender o porquê de sua “promoção” para a categoria de países avançados. A relação passa, no caso da Coreia, de 25,6% para 54,5%; no caso de Hong Kong, de 55,1% para 77,7%; para Taiwan e Cingapura, as mudanças são, respectivamente, de 33,1% para 66,2% e de 45,5% para 67,9%. A título de ilustração, vale a pena saber que a relação, para o Brasil, caiu de 28,5% para 20,3%...

²⁸ Esse critério, sabidamente, resulta em valores proporcionalmente mais elevados para os PIBs de países em desenvolvimento.

muito) as participações singularmente consideradas de Estados Unidos e União Européia. Esse enorme ganho foi distribuído entre China (12 pontos), demais países do grupo “Ásia em Desenvolvimento” (4,3 pontos) e NICs asiáticos (1,6 ponto). Do outro lado da balança, para o mesmo período, contabilizam-se perdas de 2,2 pontos da América Latina e de 5,8 pontos do “resto do mundo em desenvolvimento”.²⁹

A descrição dessas tendências sugere a hipótese – freqüentemente aventada pelos analistas nos últimos anos – de que Estados Unidos e Ásia em Desenvolvimento constituíram um bloco solidário no crescimento (e, como ressaltam muitos, também no apego ao dólar norte-americano). Parece razoável supor que o comportamento do “grupo dinâmico” seja em larga medida explicado pelo desempenho da economia norte-americana e pela natureza dos vínculos que a conectam com as outras economias do grupo.

Gráfico 9
Déficits e superávits comerciais no cenário global (%)



Fonte: FMI, base do *World Economic Outlook*. Elaboração própria.

A referência, também corriqueira nos últimos anos, aos Estados Unidos como “consumidores em última instância” da economia mundial sublinha o papel da economia norte-americana como fonte líquida de demanda efetiva para o resto do mundo, por meio de seu crescente déficit comercial. E, com efeito, a balança comercial de bens e serviços norte-americana está no vermelho, ininterruptamente, desde 1976. Oscilações à parte (em resposta a variações da taxa de câmbio e aos diferenciais de crescimento entre os Estados Unidos e seus principais parceiros), a tendência durante os ciclos expansivos tem sido a de um rápido aumento no déficit. Mais do que isso: em muitos anos (ver Gráfico 9 acima), o déficit norte-americano é maior do que a

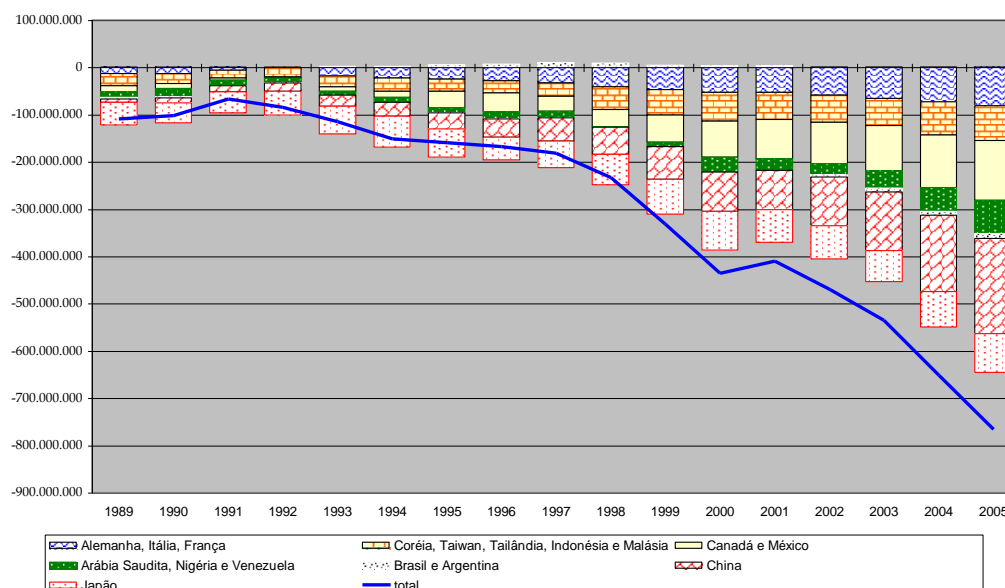
²⁹ Num outro exercício, constatou-se que, das 22 maiores economias, responsáveis por 87% do PIB global (PPP), somente 5 aumentaram, entre 1992 e 2000, em mais de 5 pontos percentuais a sua participação no PIB global: em ordem de ganhos decrescentes, China, Índia, Taiwan, Coreia e Austrália. No período, Rússia e Estados Unidos tiveram ganhos da ordem de 2 e 1 pontos percentuais. As demais economias perderam participação. Ver Macedo e Silva, A. C. *A economia global no fio da navalha. Política Econômica em Foco*, Campinas, n. 1, 2003.

soma dos déficits comerciais de todos os outros; a relação entre o déficit do país e o total de déficits (denominado, na legenda do gráfico, “déficit comercial global”) cresce acentuadamente a partir da segunda metade dos anos 1990, superando em muito a participação dos Estados Unidos no produto global.

Em relação ao próprio PIB norte-americano, o déficit comercial chegou a 5,8% em 2005. Em relação ao PIB do resto do mundo (i.e., o PIB global menos o PIB norte-americano), representava, em 2004, apenas 2,62%. À primeira vista, o valor parece não fazer jus à ideia de que a voracidade da demanda externa norte-americana é o principal tônico do crescimento global. Todavia, é necessário lembrar que a repetição desse estímulo, ano após ano, suscita efeitos cumulativos importantes sobre as economias dos principais parceiros comerciais. Ademais, o déficit comercial norte-americano (que beneficia pouco mais da metade de seus parceiros comerciais) está concentrado em um número relativamente baixo de países.

Gráfico 10

Déficit comercial norte-americano com países e regiões selecionados (US\$ mil)



Fonte: BEA. Elaboração própria.

O Gráfico 10, que agrupa os principais países e regiões superavitários³⁰ no comércio com os Estados Unidos,³¹ mostra claramente a enorme participação de China (detentora agora do maior superávit bilateral) e Japão, além daquela do grupamento de países asiáticos e de Canadá e México.³² Para

³⁰ A título de curiosidade, vale destacar que, em 2005, os Estados Unidos tinham superávits comerciais superiores a US\$ 1 bilhão com apenas 9 países, entre os quais (em ordem decrescente de superávit) Holanda, Austrália, Hong Kong, Emirados Árabes Unidos, Bélgica e Cingapura.

³¹ A única exceção corresponde ao grupo Brasil e Argentina, incluído (perto do eixo horizontal) apenas para fins ilustrativos...

³² Em 2004, segundo a OMC (2005: 51), a região asiática tinha a mais elevada participação (36,6%, sendo 13,8% para a China e 8,7% para o Japão) nas importações de bens pelos Estados Unidos, superando as participações de Canadá e México (27,4%), Europa (20,8%), América do Sul e Central (6,9%) e Oriente Médio (3,6%). Ver WTO. *International Trade Statistics*, 2005.

algumas dessas economias, o impacto positivo decorrente das exportações para o mercado norte-americano é certamente muito significativo. Em 2004, a região asiática³³ tinha nos Estados Unidos o principal destino extra-regional de suas exportações (20,2%), contra 17,5% para a Europa toda.³⁴

Os países detentores dos maiores superávits com os Estados Unidos tendem a apresentar igualmente superávits comerciais globais. A Tabela 4 apresenta, para uma seleção de países desenvolvidos e em desenvolvimento, a relação entre o saldo comercial e o PIB. As duas últimas colunas apresentam a razão média para os períodos 1992-2000 e 2002-2004 (atenção para as várias lacunas no ano de 2004). Chamam a atenção os números positivos e elevados na maior parte dos países do continente asiático; fica também evidente o extraordinário esforço de ajustamento após a crise de 1997-1998, ajustamento que não cobrou à Ásia um preço, em termos de crescimento, tão elevado quanto o pago pela América Latina nos anos 1980.

Tabela 4
Saldo comercial (bens e serviços) em % do PIB: G-7 e países selecionados da América Latina e da Ásia

	92	93	94	95	96	97	98	99	00	01	02	03	04	83-90	92-00	02-04
Alta renda (OCDE)	0,2	0,5	0,4	0,5	0,4	0,6	0,5	-0,1	-0,7	-0,6	-0,5	n.d.	n.d.	-0,5	0,3	-0,5
Alemanha	-0,2	0,2	0,3	0,6	1,0	1,4	1,5	0,8	0,4	2,0	4,3	4,2	n.d.	-1,3	0,7	4,2
Canadá	-0,4	-0,1	1,1	3,2	4,0	1,9	1,9	3,7	5,8	5,7	4,4	n.d.	n.d.	1,4	2,3	4,4
Estados Unidos	-0,5	-1,0	-1,3	-1,2	-1,2	-1,2	-1,8	-2,8	-3,9	-3,6	-4,1	n.d.	n.d.	-2,3	-1,7	-4,1
França	0,6	1,5	1,3	1,4	1,7	3,0	2,7	2,3	1,2	1,6	1,9	1,2	n.d.	-0,9	1,7	1,6
Itália	-0,1	3,2	3,5	4,1	4,9	4,0	3,4	2,1	1,0	1,4	1,0	0,5	n.d.	0,2	2,9	0,7
Japão	2,2	2,2	2,0	1,4	0,5	1,1	1,8	1,6	1,4	0,6	1,3	1,6	n.d.	2,4	1,6	1,4
Reino Unido	-1,2	-1,0	-0,7	-0,5	-0,5	0,1	-1,0	-1,8	-2,1	-2,8	-3,0	-2,9	n.d.	-1,4	-1,0	-3,0
América Latina e Caribe	-1,3	-1,8	-1,9	-0,5	-0,3	-1,9	-3,2	-1,3	-0,9	-1,1	2,4	2,8	3,5	3,2	-1,4	2,9
Argentina	-1,5	-2,4	-3,1	-0,4	-0,7	-2,2	-2,5	-1,7	-0,6	1,3	14,9	10,8	9,0	3,7	-1,7	11,5
Brasil	2,5	1,4	0,4	-1,8	-2,1	-2,6	-2,6	-1,6	-1,5	-1,0	2,1	3,7	5,5	3,6	-0,9	3,8
Chile	1,4	-2,4	1,3	1,8	-2,2	-2,7	-4,8	1,7	1,0	2,0	2,3	3,1	7,0	3,1	-0,5	4,1
México	-5,0	-3,9	-4,8	2,7	2,1	-0,1	-2,1	-1,6	-1,9	-2,3	-1,9	-1,7	-2,2	4,1	-1,7	-1,9
Leste asiático e Pacífico	0,7	-1,8	0,4	0,1	0,3	2,7	5,9	4,7	4,4	3,5	4,0	3,6	2,2	-0,6	1,9	3,3
China	1,5	-1,5	1,9	2,3	2,1	4,8	4,6	3,1	2,7	2,4	3,0	2,6	0,9	-0,6	2,4	2,1
Coréia	-1,4	0,1	-1,1	-1,1	-3,5	-0,6	12,9	6,7	3,2	2,3	1,4	2,5	n.d.	2,5	1,7	2,0
Hong Kong	4,4	6,0	0,3	-5,5	-2,4	-4,3	0,2	4,6	3,6	3,7	8,3	9,4	n.d.	7,8	0,8	8,9
Índia	-0,8	0,0	-0,3	-1,2	-1,2	-1,3	-1,7	-2,0	-0,8	-0,6	-0,4	-1,5	-1,9	-1,7	-1,0	-1,3
Indonésia	2,9	3,0	1,1	-1,3	-0,6	-0,3	9,8	8,1	9,5	7,4	6,6	5,5	4,8	1,4	3,6	5,6
Malásia	1,4	-0,1	-1,6	-3,9	1,4	0,9	22,0	25,1	20,0	18,4	18,3	21,0	21,6	4,9	7,2	20,3
Tailândia	-4,0	-4,2	-4,8	-6,7	-6,3	1,4	15,9	12,6	8,6	6,5	7,2	6,7	n.d.	-2,9	1,4	7,0

Fonte: Banco Mundial. *World Development Indicators online*.

Na Ásia em desenvolvimento, esses elevados saldos comerciais coroam um longo processo de aprofundamento da integração comercial (pode-se voltar à Tabela 1, que mostra a relação entre fluxo de comércio e PIB) e de ganho de participação relativa nas exportações mundiais. A

³³ Que, na agregação feita pela OMC, inclui o Japão mas não os países do Oriente Médio nem os membros da CEI.

³⁴ Em 2004, 50,3% das exportações asiáticas eram destinadas à própria região (WTO, 2005: 92). O número não é extraordinário: para a Europa e para a América do Norte, as percentagens assumidas pelo comércio intra-regional eram em 2004, respectivamente, 73,8% e 56%. Já para América do Sul e Central o valor era de apenas 23,1%.

participação do continente asiático (exclusive, como antes, Oriente Médio e CEI) nas exportações globais, que era, em 1973, de apenas 14,9%, subiu, entre 1983 e 2004, de 19,1% para 26,8% (no caso das importações, o aumento foi de 18,5% para 24,0%). O ganho de participação nas exportações, entre 1983 e 2004, não coube ao Japão (cuja parcela caiu de 8,0% para 6,4%), mas aos demais países asiáticos, entre os quais a China (onde os números passaram de 1,2% para 6,7%); a participação do grupo “*six East Asian traders*” (que, além de China, inclui Hong Kong, Taiwan, Coréia, Cingapura, Malásia e Tailândia), subiu de 5,8% para 9,7%.³⁵

Também na Eurolândia, seria possível observar, os países mais importantes apresentaram saldos comerciais significativos em relação ao PIB; aliás, no período 1983-2004, a Europa foi, com a Ásia, a única grande região a ganhar (ainda que de forma mais discreta) participação nas exportações mundiais. A Eurolândia, entretanto, até aqui colheu mais os custos do que os benefícios do processo de unificação monetária, que estendeu ao conjunto dos países a política monetária ultra-cautelosa que antes caracterizava o Bundesbank; de quebra, impôs-se regras relativas ao déficit público que manietaram a política fiscal. No Japão, onde o impacto do comércio exterior é em geral menor do que na Eurolândia, a combinação entre bolhas especulativas e flutuações cambiais acabou por desaguar numa tremenda crise financeira, que eclodiu em 1989 e aprofundou-se nos anos posteriores.³⁶ Políticas fiscais e monetárias titubeantes, talvez intimidadas (e com boas razões) pela dimensão dos desequilíbrios e pela surpreendente eclosão de um processo deflacionário, não conseguiram evitar que a economia japonesa amargasse uma “*década perdida*”. Assim, tanto na Eurolândia como no Japão, os anos 1990 foram marcados pela morosidade dos componentes da demanda interna. Na primeira, o crescimento médio anual do consumo privado, que havia sido de 3,0% no período 1981-1991, caiu para 2,0% no ciclo de crescimento dos anos 1990; no Japão, a queda, ainda mais acentuada, foi de 3,8% para 1,3%. Para a Eurolândia, a perda de dinamismo do investimento total foi semelhante àquela verificada no consumo: a taxa média de crescimento caiu, para os mesmos períodos, de 3,2% para 2,2%. Muito mais dramático foi o caso japonês; lá, durante os anos 1980, o investimento crescera 4,9% a.a. Durante a década perdida, *contraiu-se*, em média, em 0,2% a.a. Nos Estados Unidos, deu-se aceleração em ambas as variáveis; o crescimento anual do consumo passou de 3,4% para 3,9%; o do investimento de 2,7% para 7,0%.³⁷

Argumentos e números do parágrafo anterior ajudam a explicar o “*encolhimento*” da Eurolândia e do Japão no PIB global. Resta dizer uma palavra sobre a assimetria entre os países da Ásia em Desenvolvimento e da América Latina. Estes, de forma geral, só deixaram de ser deficitários na virada do século XX. Também neles, é certo, registrou-se aumento da integração comercial, e até considerável. Mas a integração comercial, infelizmente, está longe de ser uma *commodity* de qualidade homogênea. Nos países asiáticos mais dinâmicos, o aprofundamento da integração deu-se no bojo de processos de integração regional peculiares e nas asas de políticas econômicas que promoviam de forma agressiva a construção de vantagens competitivas;³⁸

³⁵ Dados da OMC, disponíveis em: http://www.wto.org/english/res_e/statis_e/its2005_e/section2_e/ii02.xls.

³⁶ Ver, por exemplo, Torres Filho, E. Japão: da industrialização tardia à globalização financeira. In: Fiori, J. L. (Org.). *Estados e moedas no desenvolvimento das nações*. Petrópolis: Vozes, 1999.

³⁷ OCDE *Economic Outlook*, n. 78, Annex Tables. Disponível em: <<http://www.oecd.org>>.

³⁸ Ver, por exemplo, Medeiros, C. Globalização e inserção diferenciada da Ásia e da América Latina. In: Tavares, M. Conceição; Fiori, J. L. (Org.). *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Vozes, 1997 e Akyüz, Chang; Kozul-Wright. New perspectives on East Asian development. *The Journal of Development Studies*, Aug. 1998.

coincidiu – se não foi de fato um componente essencial – com processos de transformação estrutural da qual a elevada taxa de investimento (ver Tabela 5) foi um componente essencial. Nas três principais economias da América Latina, porém, conjugaram-se taxas de investimento baixas (e cadentes) e perda de participação do valor industrial agregado no PIB.³⁹ No México, o expressivo avanço da integração comercial não produziu nem convergência, nem saldos comerciais; o importante aumento da participação dos produtos industriais nas exportações, verificado nos anos 1990, deu-se a par com a queda da participação do valor agregado da indústria no PIB.⁴⁰

Tabela 5

Formação bruta de capital fixo como % do PIB: G-7 e países selecionados da América Latina e da Ásia

	92	93	94	95	96	97	98	99	00	01	02	03	04	83-90	92-00	02-04
Países de renda elevada: OECD	21,2	20,6	21,1	21,2	21,3	21,7	21,6	21,7	22,0	20,9	19,9	n.d.	n.d.	22,6	21,4	19,9
Alemanha	23,8	22,5	23,2	22,7	21,6	21,5	21,8	21,7	21,7	19,6	17,9	17,9	n.d.	22,4	22,3	17,9
Canadá	18,1	18,1	19,2	19,0	18,5	21,1	20,7	20,6	20,6	19,7	20,2	n.d.	n.d.	21,7	19,5	20,2
Estados Unidos	16,4	17,0	18,1	18,1	18,6	19,5	20,0	20,3	20,5	18,8	18,0	n.d.	n.d.	19,3	18,7	18,0
França	20,9	18,2	19,0	19,2	18,3	17,8	19,1	19,7	21,1	20,5	19,2	n.d.	n.d.	21,6	19,3	19,2
Itália	20,8	18,4	18,5	19,3	18,7	18,9	19,3	19,7	20,2	19,7	20,0	19,6	n.d.	22,7	19,3	19,8
Japão	30,8	29,4	28,2	28,2	29,1	28,7	26,9	26,0	26,3	25,8	23,9	24,0	n.d.	29,7	28,2	23,9
Reino Unido	16,2	15,8	16,5	16,9	16,8	17,1	18,2	17,8	17,5	17,1	16,5	16,3	n.d.	19,4	17,0	16,4
América Latina	20,1	20,7	21,2	20,9	21,0	22,7	22,6	20,9	21,0	20,1	19,0	18,3	19,7	19,6	21,2	19,0
Argentina	16,7	19,1	19,9	17,9	18,1	19,4	19,9	18,0	16,2	14,2	12,0	15,1	17,7	18,0	18,4	14,9
Brasil	18,9	20,8	22,1	22,3	20,9	21,5	21,1	20,4	21,5	21,2	20,0	17,3	19,2	20,1	21,1	18,8
Chile	23,8	26,5	24,1	25,8	26,9	27,2	27,4	21,3	22,5	20,7	21,9	24,2	23,4	19,4	25,1	23,2
México	23,3	21,0	21,9	20,0	23,2	26,0	24,4	23,6	23,8	20,9	20,7	20,6	21,7	20,5	23,0	21,0
Leste Asiático e Pacífico	34,5	39,9	38,7	38,8	37,7	36,3	32,7	31,7	32,4	33,8	35,1	37,6	38,8	33,2	35,9	37,2
China	36,2	43,3	41,2	40,8	39,6	38,2	37,7	37,4	36,3	38,5	40,3	44,3	45,0	35,9	39,0	43,2
Coréia	37,3	35,7	37,0	37,7	38,9	36,0	25,0	29,1	31,0	29,3	29,1	29,3	n.d.	31,4	34,2	29,2
Hong Kong	28,5	27,6	31,8	34,7	32,1	34,5	29,2	25,3	28,1	25,9	23,4	22,4	22,4	25,9	30,2	22,7
Índia	23,8	21,3	23,4	26,5	21,8	22,6	21,4	23,7	22,7	22,3	22,7	23,0	n.d.	22,7	23,0	22,8
Indonésia	30,5	29,5	31,1	31,9	30,7	31,8	16,8	11,4	21,4	22,3	20,9	17,6	22,8	29,7	26,1	20,4
Malásia	35,4	39,2	41,2	43,6	41,5	43,0	26,7	22,4	27,3	23,9	23,8	21,4	20,6	27,2	35,6	21,9
Tailândia	40,0	40,0	40,3	42,1	41,8	33,7	20,4	20,5	22,8	24,1	23,9	25,0	27,1	31,3	33,5	25,3
Mundo	22,1	21,8	22,2	22,3	22,3	22,6	22,4	22,2	22,5	21,5	20,7	n.d.	n.d.	23,0	22,3	20,7

Fonte: Banco Mundial. *World Development Indicators online*. Elaboração própria.

Estados Unidos e Ásia em desenvolvimento conformam, assim, o novo bloco dinâmico da economia mundial. O consumidor em última instância provê demanda por bens e oferta de ativos

³⁹ Ver, para uma análise mais detida, UNCTAD. *Trade and development report*. 2003.

⁴⁰ Não parece haver uma correlação clara entre a participação do investimento direto e o êxito dos países em desenvolvimento. Voltando ao Gráfico 5, pode-se verificar que, na América Latina, o peso do investimento direto na formação bruta de capital fixo foi até maior do que na Ásia em desenvolvimento. Tampouco o investimento direto é uma *commodity*: o investimento direto que ocorre na forma de fusões e aquisições, ao menos num primeiro momento, não cria nova capacidade produtiva (como se dá no caso do chamado investimento *greenfield*); o investimento direto em setores *non-tradeable* (como na maior parte dos serviços) não tem efeito imediato sobre a capacidade de exportar; o investimento cujo objetivo é apenas o de aproveitar a mão-de-obra barata, internalizando as etapas mais simples do processo produtivo – como no caso das maquilas mexicanas – agrega pouco valor e contribui muito pouco em termos de tecnologia e de outras externalidades positivas.

financeiros à China, nova oficina do mundo e centro de uma complexa trama regional – que não exclui o Japão – de fluxos comerciais e de investimento direto. Os Estados Unidos consomem, a Ásia investe. Um terceiro elo, mais frágil e periférico, é o que conecta a região asiática a fornecedores de *commodities* primárias como a América Latina (ver, para maiores detalhes, a próxima seção deste boletim).⁴¹ Como ressalta o item final deste texto, o movimento da “Ásia dinâmica” tornou-se um pouco mais ameno – ou menos frenético – após 2001. Nem por isso deixou de responder, de forma direta, pela maior parte do crescimento global, ao mesmo tempo em que forneceu estímulo importante, pela via do comércio, aos demais países em desenvolvimento.

2 Países desenvolvidos: do *boom cum bolha* às *bolhas boomless*

2.1 Ações, recessões e reações

Frente à desaceleração global de 2001, a reação das autoridades, no mundo desenvolvido (e particularmente nos Estados Unidos e na Eurolândia), foi tempestiva e vigorosa, mobilizando sem maiores constrangimentos e antolhos ortodoxos os instrumentos de política fiscal e monetária. O empenho se explica: os desequilíbrios acumulados durante o longo *boom* poderiam, com facilidade, culminar numa crise traumática.

O esvaziamento da bolha bursátil, ainda em curso, era uma das preocupações. A bolha inflara de forma mais intensa na segunda metade dos anos 1990, tendo como principal cenário o pregão eletrônico da NASDAQ (*National Association of Securities Dealers Automated Quotations*), onde a presença de empresas *high-tech* é particularmente elevada. Já entre os primeiros meses de 1991 e meados de 1995, o *composite index* dessa bolsa tivera seu valor duplicado, de aproximadamente 500 para 1000 pontos.⁴² Entre julho de 1995 e março de 2000, porém, a valorização assumiu ritmo ainda mais alucinante: o índice atingiu seu pico histórico de 5.132 pontos (Stiglitz, 2003), tendo crescido, portanto, a uma taxa anual próxima de 38%.⁴³ A partir daí deu-se uma queda brusca e estrepitosa, até aqui não revertida.⁴⁴ A valorização das ações havia sido, porém, um fenômeno geral nos países desenvolvidos.⁴⁵ No ano de 2000, os índices da NYSE, de New York, assim como os índices europeus e japoneses, atingiram o zênite e então despencaram.

41 A participação da Ásia no valor das exportações da América do Sul e Central passou, entre 2000 e 2004, de 9,8% para 14,2%. A participação do Japão caiu de 3,4% para 3,0%. Cresceram as participações da China (de 1,8% para 5,1%) e dos demais países asiáticos (de 4,5% para 6,1%). No mesmo período, as exportações da região para a China aumentaram a uma taxa média anual de 41%! Destaca-se também o crescimento médio das exportações (sempre em valor) para a Ásia extra-China e Japão (18%) e para a CEI (31%). Ver WTO (2005, p. 56).

42 Dobrara também, por conseguinte, o valor das ações de empresas de alta tecnologia, cujas cotações respondem pela maior parte desse índice. Um valor que duplica em 4 anos aumenta a uma taxa anual de aproximadamente 19%. Nada mal: a riqueza real produzida por um país – aquela cuja produção gera emprego, que pode ser usada (por exemplo) para comer, vestir ou produzir mais riqueza no futuro (e que é contabilizada no PIB) – jamais cresce a taxas tão elevadas.

43 Foi, aliás, no início desse período que Greenspan proferiu sua célebre advertência acerca dos riscos da “exuberância irracional dos mercados”. Ver Greenspan, A. *The Challenge of Central Banking in a Democratic Society*. Remarks at the Annual Dinner and Francis Boyer Lecture of The American Enterprise Institute for Public Policy Research. Washington, D.C., Dec. 5th, 1996.

44 Estertores à parte, o índice aterrisou sobre um modesto vale de aproximadamente 1000 pontos em outubro de 2002; tem estado, desde finais de 2003, pouco acima dos 2000 pontos.

45 As ações de algumas operadoras subiram significativamente mais nas bolsas européias do que nas bolsas norte-americanas; ver OCDE (2003, p. 123); ver também FMI (2001, cap. 3); o declínio nos índices da DAX, aliás, ombreou-se àquele verificado na NASDAQ, muito superior à queda no S&P 500; as quedas nas bolsas francesa e britânica foram também acentuadas. Ver OECD. *OECD Economic Outlook*. Jun. 2003; IMF. *World Economic Outlook*. Oct. 2001. Uma apreciação visual pode ser obtida à página 143 do *Global Financial Stability Report* publicado pelo FMI em abril de 2006.

Entre estudiosos e banqueiros centrais, reina uma intensa polêmica sobre a sintomatologia e o tratamento a ser dispensado a bolhas de ativos.⁴⁶ Não há dúvidas, porém, quanto à natureza e à dimensão dos riscos desatados por uma bolha em fase de remissão. Movimentos especulativos inflam os preços de ativos como se fossem bolhas de sabão. A metáfora termina aí. Bolhas de sabão desaparecem com um estalido quase inaudível. Bolhas econômicas, quando explodem, retumbam, e podem deixar crateras patrimoniais de proporções assombrosas.

Bolhas são processos nos quais expectativas “desarrazoadas”⁴⁷ de ganhos futuros suscitam compras maciças de certos tipos de ativos. Talvez – no caso de uma bolha bursátil – os agentes acreditem que as empresas cujas ações adquirem proverão lucros extraordinários para todo o sempre na nova economia que ora se instaura; talvez meramente apostem em seu tirocínio para vender esses títulos antes que a ilusão dos outros se dissipe. Não importa. O fato é que, com as compras, os preços de fato aumentam – pois em geral se trata de ativos cuja oferta é relativamente inelástica – o que excita as expectativas e motiva mais e mais compras. Açodados pelas perspectivas do lucro fácil, e na presença de institucionalidade propícia e política econômica complacente, os agentes se endividam para adquirir ainda mais desses ativos cujo valor parecer multiplicar-se por geração espontânea.⁴⁸

O crédito acelera o processo de valorização e o enriquecimento dos aplicadores. Isso os qualifica para levantar ainda mais crédito, ao mesmo tempo em que os convida a festejar com liberalidade, por meio do dispêndio em consumo, a acumulação de riqueza obtida de forma tão rápida e higiênica. O mesmo processo de valorização incentiva o aumento da oferta dos ativos desejados. No caso de uma bolha bursátil, incentiva a emissão de novas ações, o que (mais o crédito fácil) potencia a capacidade de investimento das empresas.⁴⁹

Em algum momento, sobrevém a explosão. Não há ciência ou feitiçaria capaz de prever o momento exato. Por alguma razão, o processo esmorece; talvez haja sinais de que o advento da nova era tenha sido festejado antes da hora; talvez seja o temor de que a oferta de ativos se torne excessiva; talvez, simplesmente, uma onda de agnosticismo derrube as montanhas (ou os castelos de cartas) que a fé havia soerguido. A festa acaba; espertos e sortudos retiraram-se a tempo, em geral “à francesa”. Os convidados restantes, como personagens de desenho animado, dão-se conta de que caminhavam sobre o ar e... despencam; em suas carteiras, vão estourando os balões “micados” que possuem pelo lado do ativo; pelo lado dos passivos, as dívidas, com o valor fixado

⁴⁶ A polêmica diz respeito, em primeiro lugar, à capacidade que têm (ou não têm) as autoridades monetárias de reconhecer quando um processo de valorização de um ativo constitui de fato uma bolha; em segundo, à possibilidade de conter uma bolha sem provocar efeitos indesejáveis sobre o conjunto da economia. Stiglitz (2003) responde de forma positiva às duas indagações. Roubini (2005), Borio e White (2004) e Issing (2004) também se colocam neste campo do debate. Para argumentos em sentido contrário, ver Kohn (2004) e Greenspan (2005). Borio, C.; White, W. *Whither monetary and financial stability? the implications of evolving policy regimes*. *BIS Working Papers*, n. 147, Feb. 2004; Issing, O. *Money and credit*. *Wall Street Journal*, Feb. 18th, 2004; Kohn, D. L. *Monetary policy and imbalances*. Remarks by Governor Donald L. Kohn at the Banking and Finance Lecture Series, Apr. 1, 2004; Greenspan, A. *Economic flexibility*. Remarks to the National Association for Business Economics Annual Meeting, Sept. 27, 2005; Roubini, N. *Why monetary policy should respond to asset prices and asset bubbles*. Sept. 2005. Disponível em: www.rgemonitor.com.

⁴⁷ *Ex post facto*, é fácil (mas pouco útil) determinar em que medida as expectativas eram ou não razoáveis...

⁴⁸ Para a descrição das bolhas, uma referência clássica é Kindleberger, C. *Manias, panics, and crashes*. New York: Basic Books, 1989.

⁴⁹ Já no caso de uma bolha imobiliária, como a que marcou o período mais recente, o aumento da oferta se dá diretamente por meio da *construção* de novas residências.

nas moedas nacionais, pesam-lhes cada vez mais. Na ausência de políticas governamentais de contenção de danos, pessoas físicas e jurídicas contraem seus gastos, atrasam pagamentos, vão à falência e levam a economia à recessão.

Em meio à desagregação do regime de Bretton Woods, os mercados financeiros ganharam o poder político necessário para impor sua agenda de sempre, na qual despontavam duas reivindicações: mais liberdade, no plano nacional e internacional, e menos inflação. “Cuidado com o que pedires aos deuses”, diz um ditado, “pois seus desejos podem ser atendidos”. Os mercados ganharam o que pediram. A desinflação foi, sem dúvida alguma, um sucesso, conquistado primeiro nos países desenvolvidos e estendido, já nos anos 1990, para o resto do globo. A liberalização propiciou o aumento da integração financeira referido na segunda parte, além de fantásticas oportunidades de lucros e... de perdas, essas relacionadas ao surpreendente (não para os keynesianos) aumento na frequência e intensidade de crises financeiras de todo tipo (bursáteis, bancárias, cambiais...)⁵⁰

Um problema adicional é que a combinação entre desinflação e instabilidade financeira ressuscitou um espectro do qual não se tinha notícia desde os tempos da Grande Depressão. A deflação nos preços de ativos, provocada por crises financeiras profundas, pode – particularmente em ambientes de baixa inflação – converter-se em deflação dos preços de bens e serviços. Deflação e depressão são fenômenos associados no mundo real; só no mundo dos grossos manuais de macroeconomia ortodoxa – que os gestores da política econômica têm a obrigação de esquecer nos momentos de crise – é possível conservá-los em compartimentos estanques.⁵¹ Caindo os preços dos bens e serviços produzidos pelos agentes, cai também sua capacidade de honrar as dívidas por eles contraídas. Abre-se a possibilidade de uma crise financeira geral.⁵²

A deflação da bolha bursátil suscitou, então, o temor de que se generalizasse a dramática experiência japonesa após as bolhas gêmeas (bursátil e imobiliária) que empolgaram a economia até 1991 e cujo triste fim, nesse ano, gerou os desequilíbrios responsáveis pela prostração deflacionária posterior (que talvez só em 2006 comece, finalmente, a ser superada). A tendência à queda na relação entre poupança das famílias e PIB, observada para o G-7 desde meados dos anos 1970, sofrera uma aceleração significativa justamente após os primeiros anos da década de 1990. Temia-se que, frente à explosão da bolha, que provocaria – como provocou – uma queda no patrimônio líquido das famílias, eclodisse também um acesso violento de parcimônia smithiana por parte das famílias, com resultados um tanto menos benignos do que aqueles que o fundador da economia política teria podido prever.⁵³

⁵⁰ Ver Boyer, R.; Dehove, M.; Plihon, D. *Les crises financières*. Paris: La Documentation Française, 2004.

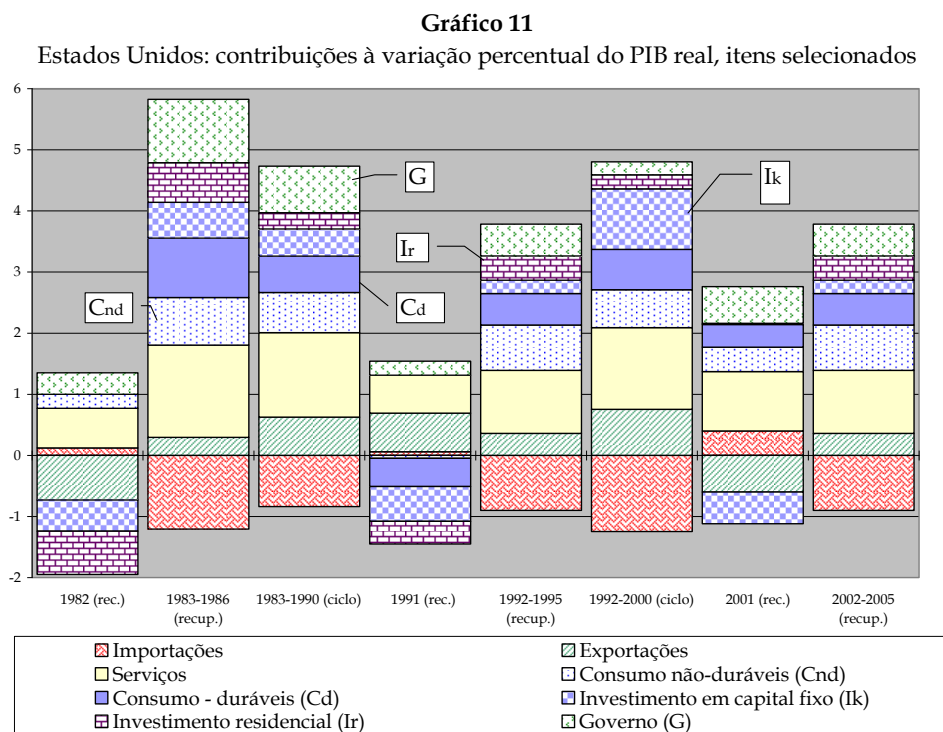
⁵¹ Após a recessão de 2001, o “pânico mal dissimulado” em relação à possibilidade de deflação ensejou uma certa redescoberta do pensamento de Keynes, e pôs a nu a precariedade do pensamento neoclássico que, nos anos 1940, julgou ter demonstrado o caráter benigno da deflação como mecanismo de reconstituição do equilíbrio geral. O tema da deflação suscitou vasta bibliografia; referências interessantes (surpreendentes mesmo) são IMF. *Deflation: determinants, risks and policy options* – findings of an interdepartmental task force. 2003b e HSBC. *Thinking the unthinkable* – unconventional ways of fighting deflation. 2003. Disponível em: <www.markets.hsbc.com>.

⁵² Ver, a respeito, a extraordinária discussão apresentada por Keynes no capítulo 19 de sua *Teoria Geral*.

⁵³ Temia-se, noutros termos, que, o “efeito-riqueza” (o efeito da valorização patrimonial sobre o consumo) invertesse o sinal. Com efeito, a desvalorização da riqueza bursátil não foi pequena; entre 2000 e 2002, calcula Stiglitz (2003, p. 6), o valor das ações apenas nos Estados Unidos caiu em US\$ 8,5 trilhões. Não há país – fora os próprios Estados Unidos – com um PIB do tamanho desse rombo.

O acesso smithiano, porém, não chegou a ocorrer. Pelo contrário, a política monetária dos países desenvolvidos zelou para que o consumo desse sustentação ao produto, de forma a compensar a forte contração do investimento das empresas que, de fato, caracterizou os processos recessivos de vários países desenvolvidos.

Como mencionado anteriormente, a expansão do investimento fora particularmente notável nos Estados Unidos, comparada à ocorrida nos demais países componentes do G-7.⁵⁴ Como mostra o Gráfico 11, a contribuição do investimento em capital fixo (não-residencial) ao crescimento do PIB superou significativamente, no período 1992-2000, aquela verificada no ciclo anterior e no período posterior à recessão de 2001; foi de 1 ponto percentual (em 3,7% de crescimento médio anual), contra 0,4 ponto (em 4,0% de crescimento) no período 1983-1990 e 0,2 (em 3,0% de crescimento) entre 2002 e 2005.



O dinamismo do investimento, como sabem os economistas, em algum momento torna-se demasiado, criando capacidade produtiva para a qual não há demanda.⁵⁵ O investimento, então, contrai-se, e pode deflagrar um processo recessivo. Os dados do Fed mostram que, para boa parte dos setores industriais norte-americanos, picos no grau de utilização da capacidade foram atingidos entre 1994 e 1996. Em setores *high-tech*, como os produtores de computadores, equipamento de comunicação e semicondutores, o grau de utilização subiu aos píncaros em 2000,

⁵⁴ De fato, superara aquela verificada na maior parte dos países da OCDE.

⁵⁵ O investimento, em outros termos, exerce um papel *dual*: enquanto a compra (por exemplo) de equipamentos gera renda e emprego por vias diretas e indiretas, a criação de nova capacidade produtiva é em si mesma um desestímulo a novas decisões de investir. Ver, por exemplo, Possas, M. L. *Dinâmica da economia capitalista: uma abordagem teórica*. São Paulo: Brasiliense, 1987.

sofrendo quedas abissais nos dois anos subseqüentes; em 2002, por exemplo, o setor produtor de equipamentos de comunicação operou apenas 44,9% da sua capacidade produtiva instalada.⁵⁶

A desaceleração global de 2001 foi deflagrada pela recessão norte-americana, e esta foi anunciada por uma longa seqüência, nesse país, de quedas no investimento privado bruto, que começou nos dois últimos trimestres de 2000 e prolongou-se até o final do outro ano; o investimento privado não-residencial sofreu variações negativas entre o primeiro trimestre de 2001 e o primeiro de 2003.⁵⁷

Em 2001, o crescimento norte-americano, que fora de 3,7% no ano anterior, reduziu-se a 0,8%. Para a economia global, a queda foi de 4,8% para 2,6%. A desaceleração afetou fortemente também a Eurolândia (onde a queda foi de 3,8% para 1,9%), o Japão (de 2,9% para 0,4%), a América Latina (de 3,9% para 0,5%) e os NICs asiáticos (de 7,9% para 1,1%).⁵⁸

Na Tabela 6, que emprega números (e previsões para 2006) do FMI, pode-se perceber claramente como o *mix* de políticas monetárias e fiscais foi ativado, nos Estados Unidos,⁵⁹ na Eurolândia, no Japão e no Reino Unido.

Tabela 6
Indicadores fiscais e monetários em economias avançadas

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006 ⁽¹⁾
Déficit estrutural/PIB potencial							
<i>Economias avançadas</i>	-1,3	-1,9	-3,3	-3,6	-3,4	-3,0	-3,1
<i>Estados Unidos</i>	0,1	-1,1	-3,7	-4,4	-4,4	-3,9	-4,0
<i>Eurolândia</i>	-1,6	-2,3	-2,6	-2,5	-2,2	-1,8	-1,7
<i>Japão</i>	-7,2	-5,6	-6,9	-7,0	-5,8	-5,4	-5,6
<i>Reino Unido</i>	1,3	0,3	-1,8	-3,2	-3,4	-3,7	-3,0
Déficit público/PIB							
<i>Economias avançadas</i>	-0,2	-1,6	-3,5	-4,1	-3,6	-3,1	-3,1
<i>Estados Unidos</i>	1,3	-0,7	-4,0	-5,0	-4,7	-4,1	-4,3
<i>Eurolândia</i>	-1,0	-1,9	-2,6	-3,0	-2,7	-2,3	-2,3
<i>Japão</i>	-7,7	-6,4	-8,2	-8,1	-6,6	-5,8	-5,7
<i>Reino Unido</i>	1,5	0,9	-1,5	-3,2	-3,2	-3,6	-3,1
Policy rates							
<i>Estados Unidos</i>	6,4	1,8	1,2	1,0	2,2	4,2	4,5
<i>Eurolândia</i>	4,8	3,3	2,8	2,0	2,0	2,3	2,5
<i>Japão</i>	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Reino Unido</i>	6,0	4,0	4,0	3,8	4,8	4,5	4,5

(1) Valores de março de 2006 para as *policy rates*, previsões para as demais variáveis.

Fonte: IMF. *World Economic Outlook*, Statistical Appendix (2006).

⁵⁶ Dados do boletim G.17, do Fed (*Industrial Production and Capacity Utilization*).

⁵⁷ Outros países avançados registraram variações anuais negativas na formação bruta de capital fixo ainda entre 2003 e 2005; na Alemanha, o valor caiu anualmente até 2005.

⁵⁸ A China, porém, impávido colosso, perdeu apenas um décimo de ponto percentual, crescendo a 8,3% em 2001.

⁵⁹ Uma descrição um pouco mais detalhada das políticas fiscal e monetária norte-americanas do governo Bush, bem como de seus efeitos sobre a economia privada, pode ser encontrada no *Economic Report of the President* de 2004. O primeiro capítulo, em particular, oferece ao leitor um conjunto de “lições do ciclo econômico recente”: “a incerteza importa para as decisões econômicas”; “a política monetária agressiva pode reduzir a profundidade de uma recessão”; “cortes de impostos podem impulsionar a atividade econômica”. Tais lições – completamente redundantes para um leitor de Keynes – ao menos testemunham que, quando necessário, o pragmatismo enxota a ideologia para recessos acadêmicos e jornalísticos.

Mesmo na Eurolândia, onde o aumento do chamado déficit estrutural (ou de pleno-emprego) foi moderado, o estabilizador automático pôde operar de forma relativamente desimpedida, ampliando o déficit fiscal efetivo de forma substancial.⁶⁰ As *policy rates* foram derrubadas nos Estados Unidos, na Europa e até no Japão, onde praticamente já não tinham mais para onde cair.⁶¹

Houve, nos anos seguintes, momentos de tensão, gestos de pânico e desastres localizados. O medo da deflação persistiu por algum tempo; o excesso especulativo dos anos 1990 apresentou novas faturas em 2002, com os escândalos contábeis envolvendo Enron, World Com e congêneres; a Argentina decretou moratória; a intranqüilidade de natureza geopolítica recrudescceu com as *Bush wars*; Alemanha, França, Itália e Japão registraram novos trimestres de contração ou estagnação da atividade econômica; o petróleo atingiu novos picos. Apesar de todos esses pesares, a economia global aprumou-se já em 2002 e, depois, passou a crescer num ritmo surpreendentemente elevado, mas para o qual contribuiu, sobremaneira, o conjunto dos países em desenvolvimento (voltaremos a isso no último item do texto).

O keynesianismo redivivo nos países desenvolvidos atuou, em cada um deles, de forma distinta, variando em seus efeitos conforme o estado prévio da economia, a combinação precisa de medidas adotadas, a inserção internacional, as flutuações da taxa de câmbio e as expectativas dos agentes econômicos. Seu maior sucesso, de um ponto de vista geral, foi evitar o desastre anunciado. Até 2005, porém, não teve êxito em recolocar economias sobreinvestidas e superendividadas em ritmo de expansão acelerado. Com efeito, o crescimento das economias avançadas, entre 2002 e 2005, foi inferior àquele obtido após as recessões de 1982 e 1991 (Tabela 7).

Tabela 7

Variação real anual do PIB, mundo, países e regiões:
anos de desaceleração e períodos de retomada do crescimento

	1982	1983-1986	1991	1992-1995	2001	2002-2005
Mundo	1,2	3,8	1,7	3,1	2,6	4,3
Economias avançadas	0,1	3,6	1,5	2,5	1,2	2,4
Estados Unidos	-1,9	4,8	-0,2	3,1	0,8	3,0
Japão	2,8	3,2	2,8	1,0	0,4	1,7
União Européia	0,7	2,3	1,1	1,6	2,0	1,7
Eurolândia	n.d.	n.d.	n.d.	1,4	1,9	1,2
NICs asiáticos	5,4	8,5	8,2	7,2	1,1	4,7
Países em desenvolvimento	2,7	4,1	2,0	4,1	4,4	6,6
Ásia em desenvolvimento	5,8	7,3	6,2	9,3	6,1	8,2
China	9,1	12,1	9,2	13,0	8,3	9,8
América Latina e Caribe	-0,8	2,3	3,8	3,5	0,5	3,0
Brasil	0,6	4,2	1,0	3,6	1,3	2,4
CEI e Mongólia	4,0	3,1	-6,5	-10,9	6,3	7,0
Europa Central e do Leste	1,0	3,3	-7,7	1,7	0,3	5,2
África	1,8	2,3	0,3	1,1	4,2	4,7

Fonte: FMI, base do *World Economic Outlook*. Elaboração própria.

⁶⁰ O que, como se sabe, traduziu-se, no caso de Alemanha e França, em déficits persistentemente superiores às metas acordadas no chamado Pacto de Estabilidade e Crescimento - razão pela qual, em 2004, o dito pacto foi, com o pragmatismo dos poderosos, submetido a uma significativa revisão.

⁶¹ Entretanto, a queda da deflação resultou numa redução da taxa em termos reais. Ver BIS. *74th Annual Report*, 2004, p. 67.

O crescimento japonês foi um pouco mais intenso do que o verificado entre 1992 e 1995, quando a economia vergava sob o impacto da eclosão das bolhas gêmeas. Para a Eurolândia, o desempenho até aqui foi pior também quando comparado aos dois ciclos de crescimento anteriores (ver Tabela 2).

O mesmo vale para os Estados Unidos. Lá, porém, a piora foi sutil. A recessão começou e terminou em 2001 (sem as recidivas que se abateram sobre países como Japão, Alemanha, França e Itália).⁶² Foi curta⁶³ e relativamente suave, em termos de contração do produto agregado. O crescimento posterior, embora inferior ao verificado em períodos semelhantes, atingiu uma velocidade de cruzeiro bastante confortável (3,0% a.a. entre 2002 e 2005).

Após 2001, a política econômica norte-americana insistiu na mesma tecla. Déficits fiscais e dinheiro barato permitiram a recuperação das finanças das empresas, insuflaram nova vida à bolha imobiliária, ao dispêndio familiar e ao ânimo dos exportadores unidos mundo afora. A importância da economia norte-americana e o agigantamento de seu déficit comercial recomenda que lhe concedamos um pouco mais de atenção. É o que faremos no próximo item, sem deixar de ressaltar algumas semelhanças com o ocorrido em outros países desenvolvidos: em muitos deles, pipocaram também bolhas imobiliárias; e, como nos Estados Unidos, neles também o investimento por parte das empresas tem se mostrado arredo.

2.2 Levanta-te... e compra!

Quando um agente gasta, outro recebe. Quando, durante um período de tempo, um agente gasta mais do que recebe, algum outro agente necessariamente recebe mais do que gasta. A obviedade desse *quid pro quo* inerente à troca de mercadorias nem por isso o torna irrelevante. O que vale para agentes individuais vale também para agregados macroeconômicos; observar as conexões entre déficits e superávits desses agregados permite obter conclusões que não são triviais.

O Gráfico 12, que lança mão da metodologia desenvolvida pelo economista Wynne Godley,⁶⁴ divide a economia norte-americana em três macro-setores (privado, público e externo). Para cada um deles é calculado o “saldo financeiro” (em % do PIB), i.e., a relação entre renda líquida e dispêndio na aquisição de bens e serviços (vale dizer, das “coisas” de que se compõe o produto agregado); a somatória dos saldos financeiros dos três setores é por definição igual a zero.⁶⁵ O acréscimo da variação real trimestral do PIB norte-americano permite acompanhar a trajetória cíclica da economia. Permite perceber, ademais, que tanto expansão quanto contração

⁶² Segundo o NBER (instituição oficialmente encarregada de datar picos e vales dos ciclos econômicos norte-americanos), precisamente em novembro, a despeito do terrível impacto psicológico do “*nine-eleven*”.

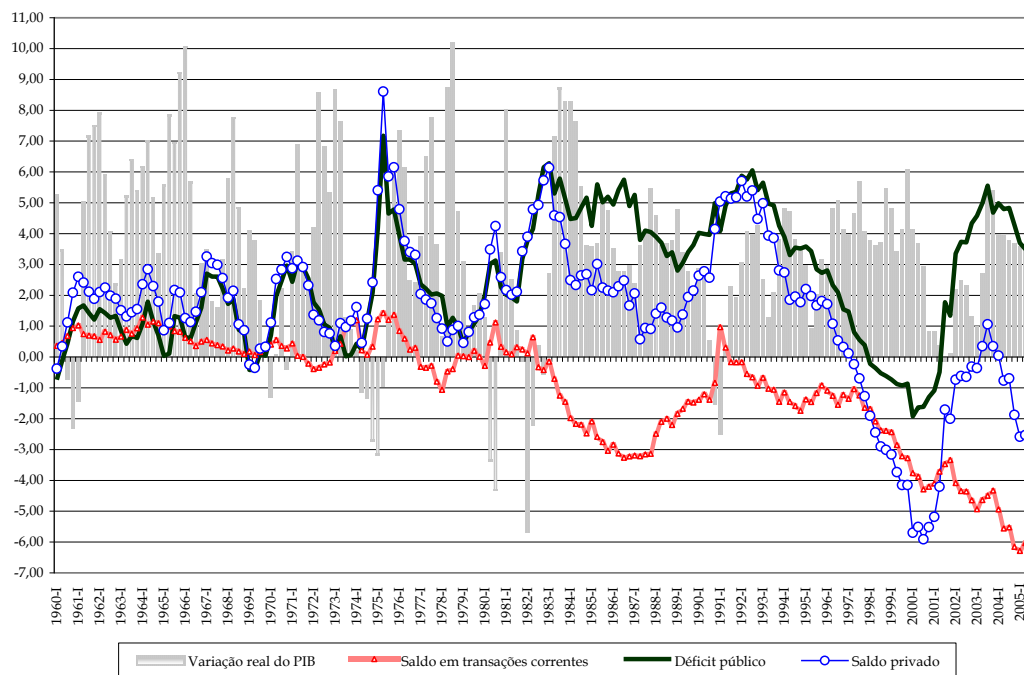
⁶³ Segundo o NBER, a média das recessões norte-americanas no pós-Segunda Guerra foi de 10 meses.

⁶⁴ Ver, entre outros artigos, Godley, W. *Seven unsustainable processes - medium-term prospects and policies for the United States and the world*. 2000, e Godley, W. *The US economy; a changing strategic predicament*. 2003, disponíveis em: <www.levy.org>. Para maiores detalhes sobre a metodologia e as fontes de informação, bem como para uma análise mais aprofundada do caso norte-americano, ver Santos, C. H. Notas sobre a crescente (e peculiar) fragilidade financeira do capitalismo norte-americano. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 23, jul./dez. 2004.

⁶⁵ O raciocínio é simples. Basta subtrair os impostos nos dois lados da identidade contábil macroeconômica ($I + C + G + X - M = Y$), onde I é o investimento privado, C o consumo, G o dispêndio governamental, X as exportações e M as importações. O resultado ($I + C + G - T + X - M = Y - T$) é facilmente transformado em $(Y - T - I - C) + (T - G) + (M - X) = 0$. Os três termos entre parênteses são, respectivamente, os saldos financeiros dos setores privado (excesso da renda disponível sobre investimento e consumo), governamental e externo. Abstraímos, para simplificar, as transferências governamentais, que reduzem a arrecadação líquida do governo e aumentam a renda disponível privada; é este o caso dos juros sobre a dívida pública. Peculiarmente gigantescos no caso brasileiro, esses juros dão uma contribuição não pequena ao saldo financeiro de uma parte do setor privado e uma contribuição notável à concentração da renda em nosso país.

ocorrem por meio de desequilíbrios (nem sempre os mesmos), em que o superávit de parte dos agentes tem como contrapartida o déficit dos demais.

Gráfico 12
Estados Unidos: saldos financeiros dos setores privado, público e externo (% do PIB),
e variação real trimestral anualizada do PIB (média móvel de dois trimestres)



Fonte: Para a variação do PIB, BEA. Os dados relativos aos saldos financeiros são obtidos no *Flow of Funds*, publicados pelo Fed. Elaboração própria.

Se o governo (por exemplo) gasta mais do que recebe, os agentes privados recebem mais do que gastam. Numa economia fechada (ou na qual o déficit corrente externo é desprezível, como nos Estados Unidos até meados dos anos 1980), o déficit público gera superávit privado, cuja apropriação se distribui de alguma forma entre empresas e famílias.⁶⁶

Analisemos a linha cheia, no gráfico, que traça o caminho do *déficit público* entre o primeiro trimestre de 1960 e o último de 2005. Acima da linha horizontal, o governo gasta mais do que arrecada. Foi essa a normalidade durante a maior parte dos últimos 60 anos: déficits públicos determinando acumulação de dívida pública e... contas privadas superavitárias. Mais especificamente, a normalidade consistia em saldos financeiros positivos por parte das famílias e

⁶⁶ Note-se que o conceito de saldo financeiro é calculado (por exemplo no caso das famílias) deduzindo-se dos fluxos de renda a totalidade do dispêndio em bens e serviços (incluindo portanto o investimento em imóveis). Não se trata, portanto, do conceito habitual de poupança. O saldo financeiro de um setor, quando positivo, implica a aquisição de algum tipo de ativo financeiro. Saldos financeiros negativos são evidência da acumulação de passivos (ou de redução de ativos) empregados para financiar aquisições de bens e serviços. Nada impede, por outro lado, que um determinado setor tenha saldo financeiro positivo e mesmo assim apareça como tomador líquido de empréstimos que, utilizados para financiar a aquisição de ativos financeiros (ou ativos no exterior), não alteram os dois lados da equação pela qual se calcula o saldo financeiro.

negativos por parte das empresas. O ponto é visualizado no gráfico seguinte, onde o saldo financeiro privado é desagregado em saldo das famílias e saldo das empresas. As famílias, tomadas como um todo, gastavam na aquisição de bens e serviços um valor inferior ao total de rendimentos por elas recebido; com isso (e sem deixar de recorrer ao crédito ao consumidor e ao financiamento imobiliário), acumulavam ativos financeiros contra as empresas e contra o governo. O conjunto das empresas, por seu turno, realizava mais ou menos sistematicamente um dispêndio total superior a seus rendimentos, financiado com o recurso a capital de terceiros.

A mera inspeção visual do Gráfico 12 revela que, invariavelmente, durante os períodos de menor crescimento ou de recessão, os saldos financeiros dos setores público e privado movem-se em sentidos opostos, como reflexos invertidos. Enquanto o déficit público cresce rapidamente, crescem também os superávits financeiros do setor privado.⁶⁷ De forma geral, aumentam com isso os saldos financeiros das famílias; os déficits das empresas contraem-se, convertendo-se às vezes em superávits – não muito duradouros, de vez que as empresas logo voltam (ou voltavam) à emissão líquida de passivos de forma a financiar o crescimento da atividade.

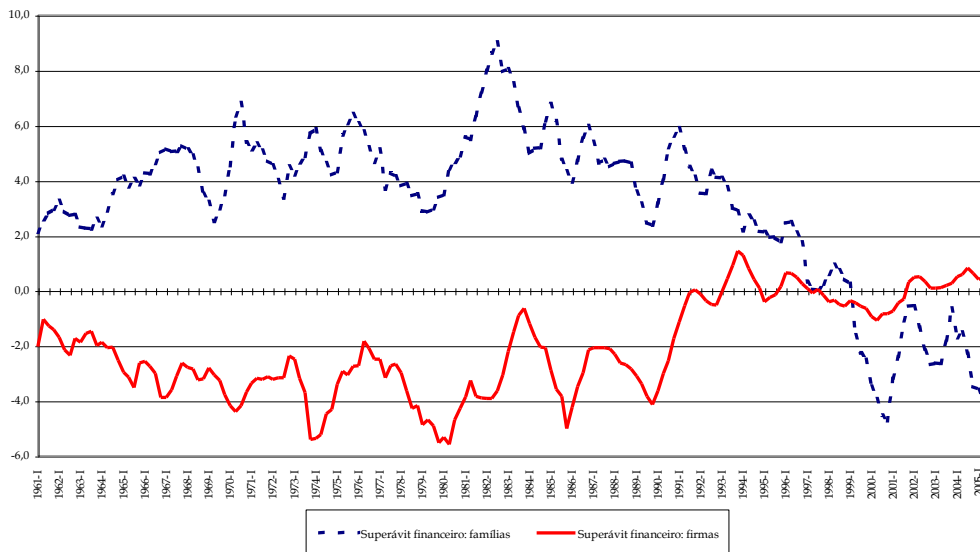
Como se sabe, o ciclo de expansão dos anos 1990 acarretou novo e forte aumento do déficit corrente norte-americano (o que já nos anos 1980 passara a “distorcer” o espelho em que se opõem, com sinais trocados, superávit privado e déficit público). A verdadeira novidade, visível no gráfico, foi a constituição, especialmente a partir de meados da década de 90, de um enorme déficit privado; suas contrapartidas foram o aprofundamento do déficit em conta corrente e a acumulação, durante uns poucos anos, de um superávit completamente incomum nas contas públicas.

No Gráfico 13, torna-se claro que a “*mise en abîme*” do saldo financeiro privado esconde uma sutileza importante. O déficit privado tornou-se predominantemente o déficit *das famílias*, que se endividaram de forma significativa (veja-se, no Gráfico 14, como evolui a relação entre dívida familiar e renda pessoal disponível). Já o conjunto das empresas, após a inflexão violenta verificada no início dos anos 1990, passou a alternar saldos positivos e negativos, mas relativamente discretos.⁶⁸

⁶⁷ Tipicamente, o governo sustenta seu dispêndio em bens e serviços e aumenta as transferências (como o seguro-desemprego) ao setor privado, ao mesmo tempo em que perde arrecadação (devido à própria queda da atividade, se não pela redução nas alíquotas dos impostos). Resulta daí o aumento no déficit, que aumenta a renda disponível de um setor privado que, durante a recessão, está a reduzir seu dispêndio.

⁶⁸ Como conciliar esse resultado com o crescimento do investimento durante os anos 1990? Um pouco de paciência: a explicação vem adiante.

Gráfico 13
Estados Unidos: saldos financeiros líquidos das famílias e das firmas
(média móvel de 4 trimestres, % do PIB)



Fonte: BEA e Fed. Elaboração própria.

A partir da recessão e durante o governo Bush, a combinação desses agregados macroeconômicos sofreu novas alterações. A mais importante delas consistiu no mais rápido aumento do déficit público observado na economia norte-americana desde a Segunda Guerra Mundial; a alquimia foi lograda tanto por meio de aumentos no dispêndio (inclusive, é claro, de natureza militar) quanto de cortes nos impostos. Parte do estímulo resultante da rápida conversão dos (breves) superávits em déficits polpudos (mas absolutamente normais) “vazou” para o exterior, na forma de déficit comercial (e corrente, como se pode observar no Gráfico 12). Parte importante, porém, converteu-se em injeções de *cash* e mesmo em superávits financeiros de segmentos do setor privado norte-americano. Voltaremos já a esse ponto. Antes, porém, é necessário dizer uma palavra sobre a política monetária de Greenspan.

O lado mais conhecido da outra política anticíclica – a monetária – consistiu na promoção de cortes sucessivos da *Fed funds rate*, que caiu de 6% em janeiro de 2001 para o vale de 1% em junho de 2003.⁶⁹ A política monetária adotada foi notável tanto pela intensidade quanto pela persistência. Nos seis trimestres após o vale de 2001, lembra o FMC (2003, p. 6),⁷⁰ “a *Fed funds rate* caiu tanto em termos nominais quanto em reais – a única vez em que isso ocorreu numa recuperação após o acordo com o Tesouro”.⁷¹ Uma única exceção: a do período posterior à recessão de 1991, quando, como após o fim da recessão em 2001, o nível de emprego recusou-se a acompanhar a expansão do produto. Quanto à persistência, o FMC ressalta que, “nas oito recessões que ocorreram entre 1953 e 1991, o Fed esperou em média três meses após o vale antes de elevar a taxa de juros de referência – e nunca esperou mais do que cinco meses antes de elevar a *funds rate*”. Após um longo esforço para preparar os mercados, o Fed só voltaria a aumentar a taxa básica em

⁶⁹ Em termos reais, a *Fed funds rate* efetiva passou, no período, de 2,25% para -0,89%.

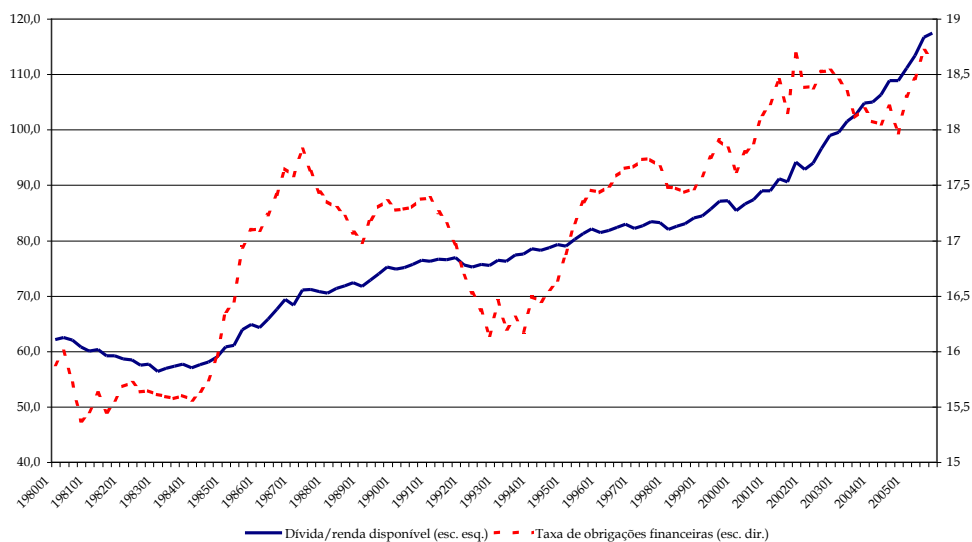
⁷⁰ Financial Markets Center. *FOMC Alert*. The Bush Fed in perspective, v. 7, n. 1, Winter, p. 6, 2003.

⁷¹ O texto aqui se refere ao acordo de 1951 entre o Tesouro e o Fed, e que desobrigou o último de sustentar as taxas de juros sobre os títulos da dívida pública nos níveis determinados pelo primeiro; reverteu-se com isso política estabelecida em 1942, que tinha por objetivo tornar menos onerosa a inevitável expansão da dívida pública durante a guerra.

junho de 2004; a persistência do dinheiro barato deu testemunho eloquente da inquietação das autoridades monetárias com a inflação perigosamente baixa (uma contradição nos termos em outros tempos!),⁷² a demora na recuperação da produção industrial e a substancial *destruição* de empregos durante a fase inicial da retomada.⁷³

Gráfico 14

Estados Unidos: dívida familiar/renda pessoal disponível (1) e taxa de obrigações financeiras (2)



(1) Dívida: hipotecas mais crédito ao consumidor.

(2) Taxa de obrigações financeiras: o chamado FOR (*financial obligations ratio*) é utilizado pelo Fed como uma medida mais ampla do serviço da dívida familiar (medido também como percentagem da renda pessoal disponível). Inclui, além do serviço da dívida relativa ao consumo e aos imóveis, itens como alugueis, seguro residencial, *leasing* de automóveis e impostos sobre a propriedade.

Fonte: Fed. Elaboração própria.

Corporações e famílias aproveitaram a oportunidade criada pelo *mix* de políticas fiscais e monetárias, mas cada sub-conjunto à sua maneira. Começemos pelas primeiras.

O Gráfico 11 permite aquilatar como, entre 2002 e 2005, foi pequena a contribuição do investimento não-residencial para o crescimento norte-americano: 0,2 ponto percentual do PIB; o valor é semelhante ao registrado durante o período de recuperação anterior (1992-1995), mas menor que o registrado para a retomada entre 1983 e 1986 (0,6). O tombo em relação à contribuição anual média (particularmente alta) de 1 ponto durante o longo *boom* dos anos 1990 é expressivo.⁷⁴ Mas uma expressão mais adequada da especificidade da situação recente é fornecida pelo Gráfico 13, onde as empresas exibem superávits financeiros desde 2001. Relatórios recentes do Fed e do FMI permitem-nos avançar um grau – importante – em termos de precisão: nos Estados Unidos, os

⁷² A variação anual dos preços ao consumidor, nos Estados Unidos, caiu fortemente após 2001, mantendo-se numa região perigosa (perto de 1%) até meados de 2002, quando voltou a subir.

⁷³ A retomada, pior do que *job-less*, foi “*job-loss*” até o segundo semestre de 2003. Só a partir de setembro deste ano o emprego passou a apresentar variações sistematicamente positivas. Até aqui a recuperação do emprego é muito inferior àquela verificada em períodos semelhantes (ver o Gráfico 16).

⁷⁴ Num outro exercício, pudemos mostrar como a recuperação do investimento real e da taxa de investimento em relação ao PIB foi, tanto na recuperação após 1991 quanto na recuperação recente, significativamente inferior àquela verificada para o conjunto das recuperações ocorridas entre as décadas de 1960 e de 1980. Ver Macedo e Silva, A. C. A caravana e a bolha (um espetáculo pós-moderno). *Política Econômica em Foco*, Campinas, n. 3, jan./abr. 2004.

lucros pré-impostos das empresas *não-financeiras* passaram de valores próximos de 6% do PIB, por volta de 2001, a algo próximo de 12% em 2005.⁷⁵ Quedas dos impostos e dos juros, de um lado, emprego e salários contidos,⁷⁶ de outro, contribuíram para a geração de lucros que, retidos em proporção importante aumentaram – para o que contou também o baixo investimento⁷⁷ – consideravelmente a liquidez nas empresas.

No capítulo IV do *World Economic Outlook* de abril deste ano, o FMI apresenta dados que atestam a ocorrência de fenômeno semelhante nas principais economias avançadas. Após a recessão de 2001, o setor empresarial *não-financeiro* dessas economias tornou-se superavitário (ou passou a caminhar rapidamente nessa direção). Nos termos do FMI, a poupança empresarial (lucros retidos, líquidos de juros e impostos) passou a superar o dispêndio em capital.⁷⁸ Resultou daí, nos termos de Godley, um saldo financeiro positivo, ou o que o FMI denomina um *net lending* positivo (uma vez que esses saldos tornam-se aquisição de ativos financeiros, embora não necessariamente títulos de dívida).⁷⁹

Para o conjunto do G-7 (exclusive Alemanha), as empresas *financeiras* acumularam saldos financeiros positivos elevados e crescentes a partir do início dos anos 1990. Até recentemente, na maior parte dos países do G-7, as empresas *não-financeiras* – responsáveis pela maior parte do investimento – incorriam em déficits, normais e sadios em etapas de crescimento econômico. Após a recessão de 2001, porém, o setor não-financeiro tornou-se superavitário nos Estados Unidos,⁸⁰ no Reino Unido, no Japão e no Canadá; na Alemanha, isso ocorreu somente em 2004.

O FMI lista uma série de explicações para o inusitado fenômeno. A primeira delas é o crescimento dos lucros. Não se tratou, porém, para o período 2000-2004 (IMF, 2006, p. 141), de um aumento excepcional dos lucros operacionais (o que exigiria um crescimento econômico mais veloz do que o observado), e sim, fundamentalmente, do impacto da redução dos impostos e dos juros;

⁷⁵ Fed. *Monetary Policy Report to the Congress*, Feb. 15th, 2006.

⁷⁶ A morosidade do emprego é uma parte importante da explicação do elevadíssimo aumento da produtividade nos Estados Unidos após 2001.

⁷⁷ A queda do investimento, ensina Kalecki, *ceteris paribus* reduz os lucros. Mas, no período, “tudo mais” esteve longe de permanecer “constante”. O aumento do déficit governamental *aumenta* os lucros; aliás, tanto ele quanto o saldo em conta corrente (negativo, no Estados Unidos, mas positivo e crescente em vários países desenvolvidos) convertem-se em lucros das empresas e de forma geral em saldo financeiro positivo do setor privado.

⁷⁸ Que inclui a formação bruta de capital fixo, o investimento em estoques, transferências de capital e a aquisição de *nonfinancial nonproduced assets* (como tecnologia).

⁷⁹ A constatação foi trazida à tona por analistas do JPMorgan, para mostrar que o “*savings glut*” mais importante provinha das empresas dos países desenvolvidos e não das contas externas de países em desenvolvimento – em direta contraposição à tese de Bernanke (2005). Loeys, J.; Mackie, D.; Miggyesi, P.; Panigirtzoglou, N. *Corporates are driving the saving glut*. JPMorgan, Jun. 24th, 2005; Bernanke, B. *The global saving glut and the U.S. current account deficit*. Remarks at the Homer Jones Lecture, Apr. 14th, 2005. O FMI explorou esse ponto já no *Outlook* de setembro de 2005; uma visão semelhante (que enfatiza o recuo do investimento) foi também apresentada pela UNCTAD. *Trade and Development Report*, 2005. O tema foi discutido em Macedo e Silva, A. C. Mais do mesmo em 2005: o zen e a reflexão econômica. *Política Econômica em Foco*, Campinas, n. 6, maio/out. 2005.

⁸⁰ Explica-se, assim, o paradoxo proposto pelo Gráfico 13. Na segunda metade dos anos 1990, com a aceleração do investimento, o saldo financeiro das empresas não-financeiras *cai* (e significativamente), embora o mesmo não seja verdade para o conjunto das empresas. Após 2000, a acumulação de lucros pelas empresas permitiu-lhes reverter o elevado “*financing gap*” (o excesso do investimento sobre os lucros) e convertê-lo em superávit após 2004 (Fed, 2006, p. 9).

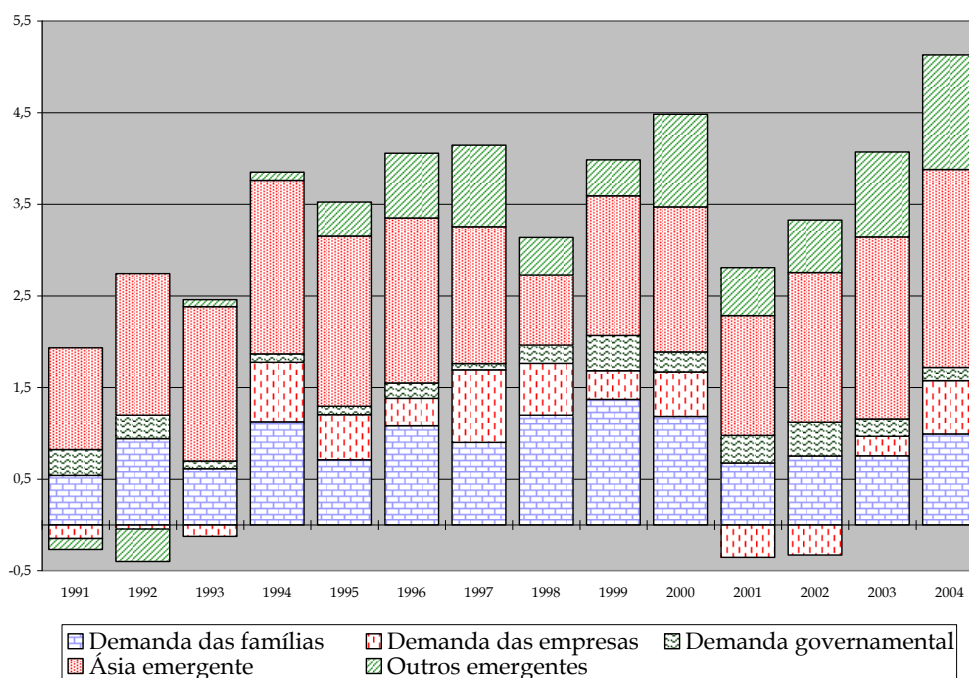
eis aqui, novamente, o impacto das políticas fiscal e monetária. O saldo financeiro das empresas aumentou também porque caiu o valor do investimento.⁸¹

O uso dos excedentes financeiros assim gerados variou conforme o país. Segundo o FMI, tem prevalecido, sobre o pagamento de dívidas, a acumulação de ações (na forma de recompra das próprias ações⁸² e investimento em ações no exterior) e de ativos líquidos.

Uma consequência da retenção de elevados saldos financeiros por parte das empresas veio a ser sua baixa contribuição ao crescimento global (aliás, muito antes da *Teoria Geral*, Keynes já dizia que não é a poupança, mas o dispêndio que promove o crescimento...), observável no Gráfico 15. Da parte dos países desenvolvidos, a principal contribuição ao crescimento veio, isto sim, do dispêndio familiar.

Gráfico 15

Contribuição ao crescimento global: países desenvolvidos (famílias, empresas e governos), Ásia e outros emergentes ⁽¹⁾



(1) O dispêndio das famílias inclui o investimento residencial. O dispêndio governamental inclui gastos em consumo e em investimento. A desagregação em famílias, empresas e governo decompõe a contribuição dos países desenvolvidos ao crescimento global. Ásia emergente e Outros emergentes aparecem em sua contribuição total.

Fonte: BIS. 75th Annual Report. 2005. Disponível em: <<http://www.bis.org/statistics/ar2005stats.htm>>. Elaboração própria.

O Gráfico 14, já mencionado, atesta que, nos Estados Unidos, a relação entre dívida familiar e renda pessoal disponível continuou a avançar, após a recessão, rumo a patamares nunca dantes

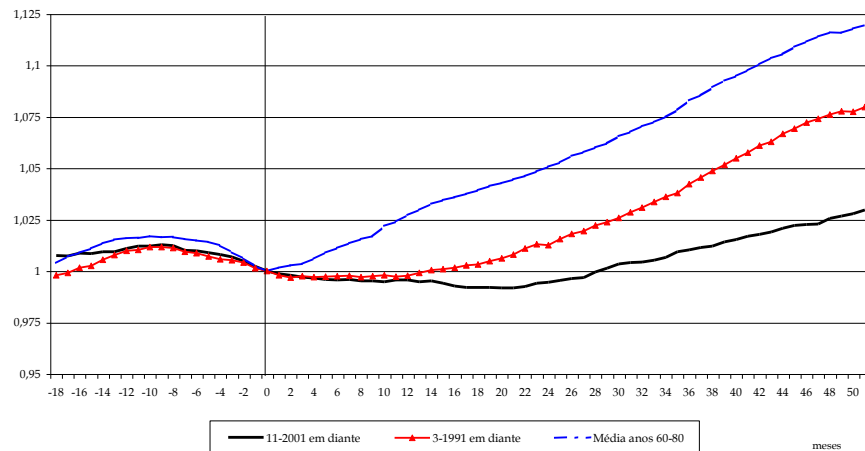
⁸¹ A explicação disso não está (apenas) no rescaldo do surto de investimento anterior; o FMI chama a atenção para o fato de que parte importante dessa queda (metade, estima, para o G-7 como um todo) expressa uma queda no preço relativo dos bens de capital (IMF, 2006, p. 142).

⁸² O que vem a ser tanto uma alternativa à distribuição de dividendos como uma forma de inflar o valor das ações, beneficiando os executivos que recebem parte importante de sua remuneração na forma de opções sobre ações da própria companhia.

palmilhados. A outra curva do mesmo gráfico contém uma das chaves para entender tal persistência, mesmo em face de uma recuperação tibia por parte do emprego e da renda pessoal (Gráficos 16 e 17).⁸³ Mostra ela o crescimento contido do serviço da dívida como percentagem da renda pessoal disponível. Essa contenção deveu-se à forma como, nos Estados Unidos (e alhures), os mercados financeiros reagiram à sustentação de *policy rates* baixas após a recessão.

Gráfico 16

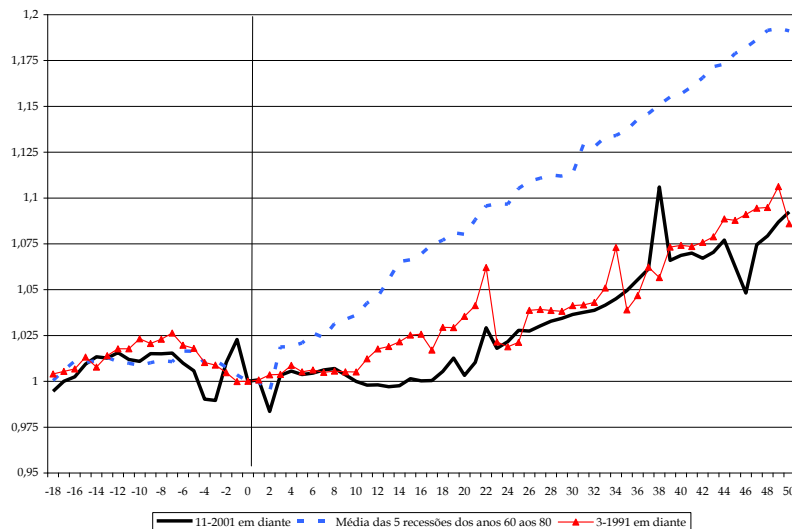
Estados Unidos: comportamento mensal do emprego não-agrícola após recessões



Fonte: NBER e BLS. Elaboração própria.

Gráfico 17

Estados Unidos: comportamento mensal da renda real pessoal (exclusive transferências) após recessões



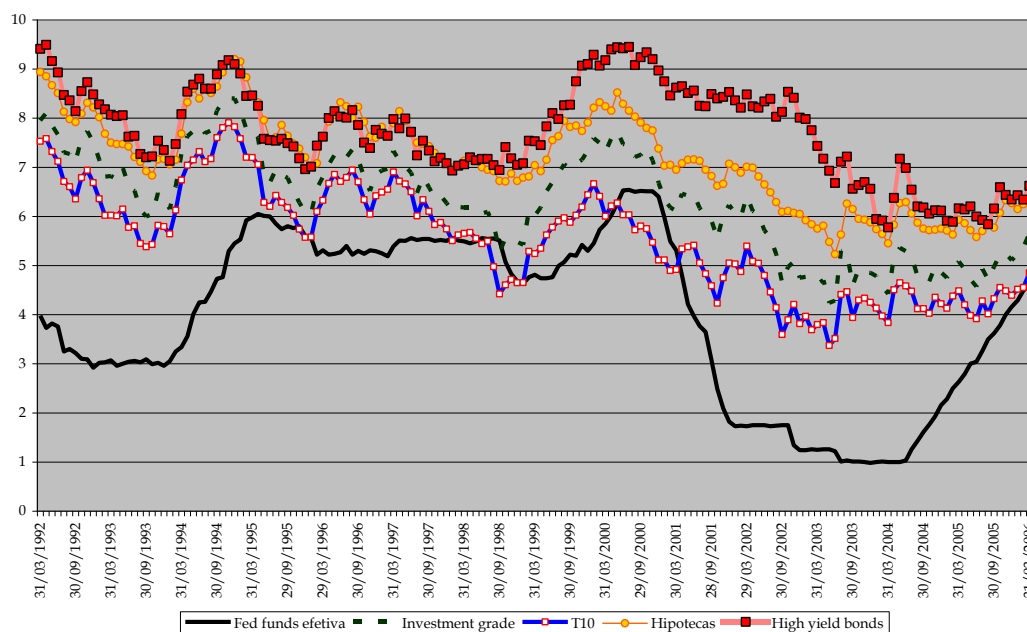
Fonte: NBER e BEA. Elaboração própria.

⁸³ Os gráficos empregam a metodologia utilizada pelo NBER para datar as recessões nos Estados Unidos. Diferentemente do NBER, que propõe uma comparação entre a performance pós-2001 com uma média da performance após as seis recessões anteriores, preferimos tratar separadamente a recuperação após março de 1991, por ter sido a primeira a merecer o epíteto *job-less*. Em cada gráfico, o valor da variável é 1 no mês ou no trimestre correspondente ao vale cíclico (na iminência, portanto, da recuperação econômica).

O fenômeno, geral nos países desenvolvidos, pode ser ilustrado pelo Gráfico 18, que descreve a trajetória de várias taxas de juros nos Estados Unidos.⁸⁴ A linha negra, que em geral corre por baixo das outras, corresponde à *Fed Funds Rate*, a única taxa de juros que o Banco Central se digna a controlar mais de perto. A queda rápida, profunda e persistente da *policy rate* promoveu um movimento na mesma direção – mais lento, mas generalizado – das taxas de juros determinadas pelas instituições financeiras e pela interação entre elas e os demais agentes privados; caíram (em proporções distintas e que variaram conforme o período) as *prime rates* cobradas pelos bancos, as taxas do financiamento ao consumo, os juros sobre a dívida pública e sobre os *bonds* emitidos por empresas nas várias categorias de classificação de risco; e caíram também, muito especialmente, os juros sobre as hipotecas residenciais.

Taxas de juros mais baixas permitem a substituição de dívida antiga e mais cara por dívida nova e barata. Permitem também, é claro, um maior endividamento. As famílias norte-americanas, estimuladas pela combinação entre juros cadentes e aumento no valor dos imóveis residenciais, não tiveram dúvidas em cravar ambas as alternativas.

Gráfico 18
Policy rates e juros de mercado nos Estados Unidos



Fonte: As séries para os *bonds investment grade* (C00510Y Index – Bloomberg Fair Value USD US Industrial A+ 10 Year) e para os *high yield bonds* (C50610Y Index – Bloomberg Fair Value USD US Industrial BB+ 10 Year) são fornecidas pela Bloomberg; as demais séries provêm da base de dados do Fed. Elaboração própria.

Nos Estados Unidos, as taxas hipotecárias revisitaram um vale de quatro décadas.⁸⁵ O barateamento do crédito – juntamente, talvez, com o desencanto decorrente da desvalorização das

⁸⁴ Para as taxas de juros em outros países da OCDE ver, por exemplo, Macedo e Silva, A. C. Fuga para a frente, rumo à fronteira final? *Política Econômica em Foco*, Campinas, n. 5, p. 23, nov. 2004/abr. 2005,

⁸⁵ Baker, D. Economy shows signs of life. *Beige Book Review and Analysis*, Jul. 30th, 2003. Disponível em: <<http://www.fmc.org>>.

ações – direcionou as famílias para o investimento imobiliário. Vieram daí – pois se trata de um ativo cuja produção toma um tempo considerável – novos aumentos nos preços das residências e forte estímulo à construção civil (um breve retorno ao Gráfico 11 mostra como se traduziu, em pontos percentuais de contribuição ao PIB, o impacto do investimento residencial).⁸⁶

A valorização dos imóveis recuperou o patrimônio líquido das famílias, que havia emagrecido em quase 7% (em dólares correntes) entre 2000 e 2002. Em 2005, já superava em 25% o valor de 2000; pelo lado dos ativos, o valor total dos imóveis havia aumentado em quase 74%.⁸⁷

Particularmente no contexto institucional norte-americano, a valorização dos imóveis e o barateamento dos juros hipotecários puderam converter-se em mais dispêndio familiar, agora em consumo (veja-se, ainda uma vez no Gráfico 11, a estupenda contribuição do consumo no período recente).⁸⁸ A flexibilidade do mercado de financiamento imobiliário norte-americano permite aos proprietários realizar a chamada *equity extraction*, tanto realizando ganhos de capital (mediante a venda a novos proprietários por um valor superior ao valor de aquisição) quanto antecipando ganhos de capital que se espera obter no futuro, mediante os chamados *refinancing cash-outs*⁸⁹ ou *home equity loans*.⁹⁰ As operações de *equity extraction* seriam responsáveis, segundo Greenspan, por parte substancial do aumento na dívida hipotecária. Nas palavras de um analista da PIMCO, tais instrumentos transformaram as residências norte-americanas em caixas eletrônicas.⁹¹ Nos Estados Unidos, a poupança das famílias (medida como percentagem da renda pessoal disponível) prosseguiu em sua trajetória histórica de queda, e passou de 7,0% em 1990 para 2,3% em 2000 e -0,2% em 2005.

Não se pode esquecer, porém, que a redução dos juros alimentou bolhas imobiliárias – algumas até mais intensas – em vários outros países desenvolvidos. Segundo o *Economist*, a inflação dos imóveis nos últimos anos foi o que salvou o mundo de uma recessão profunda.⁹² Para a revista, trata-se (no presente do indicativo, enquanto este texto é escrito) da maior bolha global da história.⁹³ Entre 2000 e 2005, escreve a revista, o valor total das residências aumentou, em países

⁸⁶ Ao que parece, o investimento residencial (sabidamente sensível a variações nos juros) costuma comparecer nos momentos de recuperação. Entre 1983 e 1986, sua contribuição ao PIB, de 0,6 ponto, foi ainda maior do que aquela nos períodos 1992-1995 e 2001-2005 (0,4 ponto). Mas convém alertar para o fato de que, desses três períodos, o de crescimento mais lento foi o recente; nele foi maior, portanto, o impacto positivo do aumento do investimento residencial.

⁸⁷ Fed. *Flow of Funds Accounts of the United States* – Annual Flows and Outstandings, 1995-2005, 2006.

⁸⁸ O crescimento do consumo, que fora de 4,7% em 2000 (7,3% para os bens duráveis) caiu para 2,5% em 2001 (4,3% para os duráveis). Em 2002, a taxa foi de 2,7% (7,1% para os duráveis). O consumo respondeu por 2,2 pontos percentuais do crescimento entre 2002 e 2005, ou 73%, bem mais do que nas duas recuperações anteriores.

⁸⁹ O proprietário contrata uma nova hipoteca, num valor superior ao de seu débito anterior – já amortizado em parte, ou referente a um valor de mercado inferior ao atual – e embolsa a diferença.

⁹⁰ Trata-se de um empréstimo adicional tomado pelo proprietário da casa hipotecada. O empréstimo é garantido pelo imóvel e em geral é remunerado por juros flutuantes, que têm por referência os retornos de títulos do Tesouro de 2 ou 5 anos. Para maiores explicações, ver por exemplo o site da *Federal Trade Commission*, em www.ftc.gov.

⁹¹ Gross, B. *Deliberate acts of kindness*. PIMCO, Oct. 2005.. Os “saques”, segundo Stephen Roach, teriam alcançado US\$ 600 bilhões apenas em 2004, “equivalentes a algo como 7% da renda pessoal disponível” nesse ano. Ver Roach, S. *Batonless*. Morgan Stanley, Global Economic Forum, 2005.

⁹² *The Economist*. House prices – Going through the roof, Mar. 28th, 2002.

⁹³ *The Economist*. The global housing boom – In come the waves, Jun. 16, 2005. Ver também o *survey* do *Economist* sobre a bolha imobiliária publicado em 31 de maio de 2003. Os preços subiram velozmente na Irlanda (192% entre 2005 e 1997), no Reino Unido (154%), na Espanha (145%), na Austrália (114%), na França (87%), na Suécia (84%) e nos Estados Unidos (73%); números elevados foram registrados em outros países desenvolvidos. Quedas, na amostra de 20 países coligida pelo *Economist*, somente em Hong Kong (-43%), Japão (-28%) e Alemanha (-0,2%).

desenvolvidos, em mais de US\$ 40 trilhões, montante superior ao PIB dessas economias. No caso da bolha bursátil dos anos 1990, teria ocorrido um aumento em 5 anos de “apenas” 80% do PIB (e de 55% no caso da bolha dos anos 1920). Embora o estímulo ao consumo familiar possa ter sido menor do que nos Estados Unidos, o fato é que, após 2001, as taxas de poupança caíram de modo importante também em outros países desenvolvidos, como Reino Unido, França, Canadá e Austrália.

O suprimento de dinheiro barato para financiar operações mais longas esteve no centro de algumas das mais bem sucedidas operações de estímulo ao crescimento econômico da história, como no caso de vários países asiáticos. Na conjuntura estabelecida após o longo *boom*, porém, era inevitável que parte substancial do maná vindo do Fed e dos outros bancos centrais voltasse a azeitar as engrenagens da especulação financeira. Avessos ao investimento, mas também confiantes na promessa dos bancos centrais de zelar pela estabilidade, conter a inflação e apagar incêndios, pessoas físicas e jurídicas foram também às compras no imenso supermercado financeiro criado pela liberalização dos mercados.

O barateamento do dinheiro na ponta curta – onde é suprido ao gosto do freguês pelas autoridades monetárias⁹⁴ – permitiu a multiplicação das operações de *carry trade* (ou mesmo “a mãe de todos os *carry trades*”, nas palavras de Stephen Roach), pelas quais os agentes financiam, com os juros curtos, a aquisição de outros ativos mais longos e mais rentáveis. Deflagrou-se um processo exaltado de caça ao retorno (ou *search for yield*), onde quer que ele estivesse. Dos *treasuries* norte-americanos aos imóveis, das *commodities* aos *high-yield bonds* e aos títulos dos países emergentes, nada parece ter escapado à atenção do capital vadio e barato engendrado pela prolongada política de juros baixos. A especulação generalizada levou o *Economist* a ratificar a caracterização de Greenspan (por Roach) como um “*serial bubble-whistler*” – um inveterado insuflador de bolhas financeiras.

Ao longo desses anos, analistas mais circunspectos (como o FMI, o BIS e o *Economist*, além de Roach, para ficar apenas no lado mais ortodoxo do espectro) chamaram a atenção, seguidas vezes, para os riscos inerentes à sobreposição de bolhas especulativas. Fizeram bem. Os riscos existiram – e existem ainda. Voltaremos a eles na conclusão deste texto. Por ora, basta sublinhar, em primeiro lugar, que o sopro de vida que os bancos centrais instilaram sobre o dispêndio familiar foi resultado das melhores intenções. Tiveram, sim, como efeito colateral a excitação geral dos mercados financeiros. Da sustentação do nível de atividade nos países desenvolvidos, do aumento do déficit comercial norte-americano, do barateamento e da fartura do crédito beneficiaram-se também os países em desenvolvimento. Mas é preciso lembrar – bem, talvez não fosse realmente preciso – que de boas intenções o inferno está cheio.

⁹⁴ Pois esta é a única forma de garantir que a *policy rate* definida pelo Banco Central seja efetivamente praticada no mercado. Por que razão, podemos nos perguntar, a ortodoxia levou décadas para incorporar a seus modelos – mas ainda não aos livros-texto de macroeconomia – um fato já reconhecido (é certo que de forma um tanto hesitante) por Keynes nos anos 1930?

3 À guisa de conclusão: montanhas em movimento e riscos de avalanche

Vimos, no primeiro item deste texto, como tem mudado a estrutura da economia global, com a acumulação, ano após ano, dos resultados do bloco dinâmico que costura a economia norte-americana à economia asiática. O ciclo de expansão recente só fez confirmar – se não acirrou – tal tendência. Estados Unidos e Ásia, com seus respectivos pesos pesados na economia global e taxas de crescimento, explicam boa parte do dinamismo econômico.

Na recuperação recente, porém, notam-se algumas novidades interessantes. Entre 2002 e 2005, o conjunto de países em desenvolvimento (NICs asiáticos exclusive) cresceu a uma taxa excepcionalmente elevada, de 6,6% a.a. Uma idéia mais clara do significado do número é obtida comparando-o com os valores registrados nos períodos de recuperação (2,7% para 1983-1986 e 4,1% para 1992-1995) e nos ciclos de crescimento (4,0% para 1983-1990 e 4,5% para 1992-2000) anteriores (Tabelas 2 e 7). O conjunto das economias avançadas, como se viu acima, tem desacelerado período após período. Nunca foi tão grande, portanto, o diferencial de crescimento entre países em desenvolvimento e países desenvolvidos.

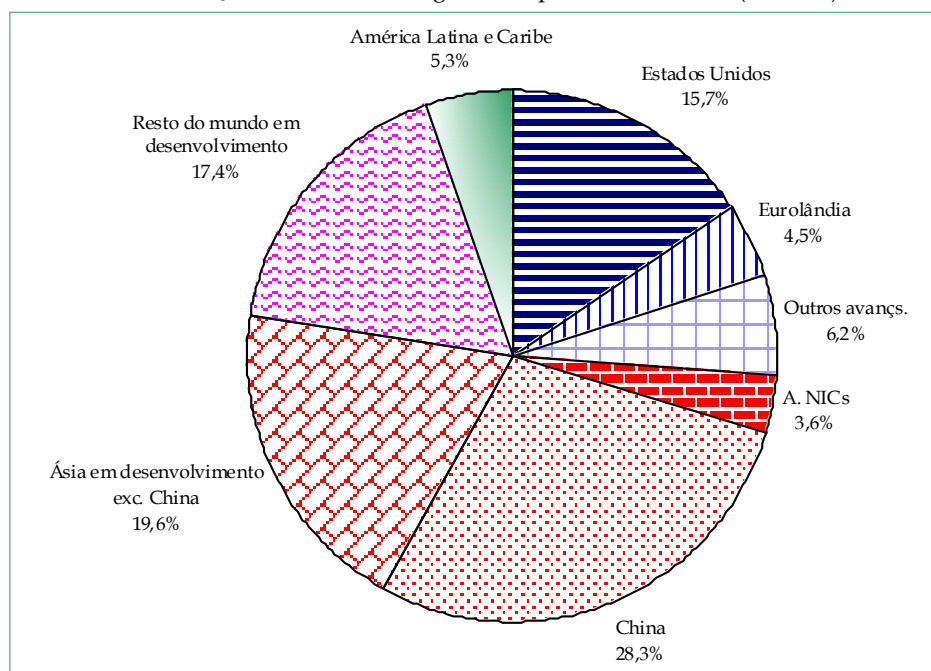
É curioso observar que a aceleração do mundo em desenvolvimento nesses últimos anos ocorreu a despeito de uma queda nas taxas de crescimento da Ásia em desenvolvimento e da China. Entre 2002 e 2005, cresceram elas, respectivamente, a taxas médias anuais de 8,2% e 9,8%, contra 9,3% e 13% nas retomadas anteriores (7,8% e 10,5% nos ciclos de crescimento). Coisa semelhante se deu na América Latina, onde o crescimento recente (3,0%) só foi superior ao da década perdida (1,8% – sempre médias anuais).

A aceleração proveio, então, da recuperação do antigo bloco socialista soviético e de um crescimento mais alto no continente africano. CEI e Mongólia cresceram a 7,0% entre 2002 e 2005 (contra -10,9% entre 1992 e 1995 e -4,2% entre 1992 e 2000) e dos países da Europa Central e do Leste (5,2% contra 1,7%); o mesmo vale para a África, com uma taxa média de 4,7% (contra 1,1% na retomada anterior e 2,4% no ciclo de crescimento dos anos 1990).

Somados, Europa Central e do Leste, CEI e Mongólia e África geravam, em 2001, 9,9% do PIB global PPP (respectivamente, 3,2%, 3,4% e 3,3%). A conjunção entre um peso relativo não desprezível e elevadas taxas de crescimento explica a elevada contribuição (17,4%) do grupo “resto do mundo em desenvolvimento” ao crescimento global entre 2002 e 2005 (ver Gráfico 19). A América Latina (7,8% do PIB global PPP em 2000), por seu turno, ofereceu ao mundo uma contribuição bem mais modesta: apenas 5,3%.

A despeito da desaceleração, a Ásia respondeu por parcela extremamente elevada do crescimento. A China (que representava, em 2001, 12,5% do PIB global PPP), sozinha foi responsável por 28,3%; 19,6% couberam aos demais países da Ásia em desenvolvimento (donde provinham, em 2001, 10,9% do PIB global PPP).

Gráfico 19
Contribuições ao crescimento global no período 2002-2005 (PIB PPP)



Fonte: FMI, base do *World Economic Outlook*. Elaboração própria.

Estados Unidos e Ásia, sozinhos, não explicam tudo. No bloco socialista, pesou favoravelmente a superação da fase inicial de choque de capitalismo selvagem. Na América Latina, pesaram negativamente fatores como o desmoronamento do *currency board* argentino e o conservadorismo da política econômica brasileira. Mas o enorme impacto dos processos em curso no “bloco dinâmico” não é difícil de rastrear.

O déficit comercial dos Estados Unidos continuou a aumentar velozmente.⁹⁵ Tal déficit, como vimos anteriormente, esparge sobre todo o orbe estímulos à demanda efetiva. Na Ásia em Desenvolvimento, em particular, esse estímulo continuou a traduzir-se em elevadas taxas de investimento, produzindo transformações estruturais profundas, inclusive o aprimoramento da inserção internacional dessas economias. As mudanças na composição da demanda mundial – dada a conhecida voracidade chinesa por matérias-primas – contribuíram de forma decisiva para a trajetória ascendente dos preços das *commodities*, em especial após 2002.⁹⁶ Beneficiaram-se os produtores de petróleo, como Rússia, Oriente Médio e Venezuela. Beneficiaram-se os produtores de outras *commodities* agrícolas e minerais, como o Brasil e o resto da América Latina (onde o México, porém, parece sofrer com a invasão do mercado norte-americano pelas exportações chinesas).

O FMI divulgou a previsão, neste mês de abril de 2006, de um crescimento global de 4,9% para este ano e de 4,7% para 2007. São números esplêndidos, para a era da globalização. Segundo a

⁹⁵ Apesar da desvalorização real efetiva do dólar entre 2002 e 2004 (ainda não revertida pela valorização nominal da moeda a partir de dezembro daquele último ano).

⁹⁶ Ver a seção III deste boletim, bem como Prates, D. O Ciclo Recente de Preços das Commodities. *Política Econômica em Foco*, Campinas, n. 3, jan./abr. 2004.

própria instituição, porém, a probabilidade de uma frustração é maior do que a de uma surpresa favorável (IMF, 2006, p. 1). Com essa proposição, aliás, o FMI não faz senão reiterar avisos que vem emitindo (com o BIS, a UNCTAD e um magote de outros analistas, ortodoxos e heterodoxos) nos últimos anos.

Concentremo-nos nos riscos de natureza estrita ou mais claramente econômica (deixando de lado, por exemplo, riscos geopolíticos, como o de novo gesto desajuizado na política econômica norte-americana).

Assegurados pela sustentação do crescimento,⁹⁷ os bancos centrais dos países desenvolvidos movem-se (como o Fed e o BCE) ou anunciam movimentos (como o Banco do Japão) na direção de um aumento das *policy rates*. Este aumento é um ingrediente a mais na indecifrável receita que produz os movimentos dos mercados financeiros e que, às vezes, faz com que o suflê desande. Dinheiro barato gera complacência, que gera alavancagem e instabilidade.⁹⁸ Como em qualquer bolha, a tentativa, por parte dos agentes, de reverter o *carry trade* e a alavancagem – vendendo ativos comprados com dinheiro alheio para, com a receita apurada, realizar lucros e saldar dívidas – pode ocasionar fortes variações nos preços dos ativos. Uma venda maciça de *high-yield bonds* promoveria sua desvalorização e o respectivo aumento nos juros que os remuneram. Uma venda maciça de títulos de países emergentes poderia trazer-nos de volta aos horrendos – e habituais – cenários de crise cambial e financeira. Os dois tipos de movimento contribuiriam – com a previsível fuga da manada de aplicadores para a segurança dos *treasuries* norte-americanos – para prolongar a existência do *conundrum* de Greenpan.⁹⁹

Este é um cenário. Num outro, não muito distinto, a explosão ensurdecidora é a da bolha imobiliária norte-americana. Embora os preços dos imóveis costumem desinflar de forma mais suave do que os de ativos financeiros, a eclosão de bolhas imobiliárias parece exercer um efeito particularmente nefasto sobre o PIB, em termos de profundidade e duração da desaceleração.¹⁰⁰ Um *bust* imobiliário – vale dizer, uma contração mais aguda dos preços – teria implicações severas

⁹⁷ Mesmo baixo, o crescimento promove o aumento do emprego e o aumento na utilização da capacidade instalada, aumentando a preocupação dos bancos centrais com a possibilidade de que a elevação dos preços das *commodities* – em particular do petróleo – venha finalmente a contaminar de forma mais intensa os índices de preços ao consumidor.

⁹⁸ Na síntese rigorosa elaborada pelo FMI (2004: 8), “baixas taxas de juros e uma *yield curve* íngreme [como a criada pela reação das autoridades monetárias à recessão de 2001]geram poderosos incentivos ao aumento da alavancagem, à realização de *carry trades* e à busca de retornos explorando todo o espectro do risco de crédito. Há um risco real de complacência do investidor num ambiente de baixa taxa de juros.” IMF. *Global Financial Stability Report*. Apr. 2004. Em outro trecho, o FMI (2004, p. 2) explora as possíveis implicações para os mercados emergentes: “Há evidências pontuais [*anecdotal signs*] de ‘comportamento de manada’ enquanto os investidores movem-se para ativos arriscados que podem não ser familiares para eles, mas que apresentaram boa performance no passado. Esse processo pode levar a uma sobrevalorização de certos ativos financeiros, particularmente em mercados pequenos e ilíquidos como muitos mercados emergentes. Quando mais persiste este processo, maior o potencial para correções destruidoras”.

⁹⁹ Segundo D’Arista (2005), o “enigma” greenspaniano pode ser visto como “o resultado previsível do extraordinário crescimento da liquidez global nos anos recentes. Durante esse período, um aumento sem precedentes na disponibilidade de *funding* estimulou uma escalada da especulação alavancada na forma de *carry trades*, na qual o efeito da contração de empréstimos de curto prazo a baixas taxas é reduzir as taxas sobre os ativos mais longos e de retornos mais elevados em que os fundos são investidos.” Ver D’Arista, J. Causes and consequences of the buildup in global liquidity. *Capital flows monitor*, Mar. 7th, 2005.

¹⁰⁰ Ver o capítulo 2 (When Bubbles Burst) do *World Economic Outlook* de abril de 2003. A análise cobre apenas, para *booms* e *busts* imobiliários, eventos posteriores a 1970.

em termos de queda no patrimônio líquido,¹⁰¹ contração no dispêndio familiar e generalização da inadimplência entre famílias já em picos históricos de endividamento.¹⁰² Entre 2004 e 2005, o crescimento dos preços perdeu velocidade em vários países (Austrália, Reino Unido, França, Espanha e Estados Unidos, ver IMF, 2006, p. 22); a persistir essa aterrissagem suave – que, no entanto, pode ser perturbada pela turbulência associada à elevação das *policy rates* – problemas mais sérios poderão ser evitados.

Mesmo nesse caso não seria prudente excluir a possibilidade de “acessos smithianos” por parte dos consumidores. Em outras ocasiões, períodos prolongados de exuberância do consumo familiar, estimulado pela liberalização financeira e por bolhas de ativos, perdendo fôlego, redundaram em episódios de rápida recuperação das taxas de poupança, com fortes impactos negativos sobre o PIB.

Um terceiro cenário de crise é o que envolve uma desvalorização indesejável do dólar norte-americano. O tema tem sido objeto de muita análise e muita futurologia. Não é para menos: todos se interessam pelo dinheiro do mundo, cujas taxas de câmbio com dinheiros de menor status exibiram, de 2001 para cá, flutuações importantes. Não custa lembrar que os déficits em conta comercial e corrente norte-americanos não deixaram de crescer de 2001 para cá. O déficit corrente existente entre as nações é, por excelência, norte-americano (ver a Tabela 8).¹⁰³

O déficit externo norte-americano é, de um lado, demanda efetiva por bens e serviços, e, de outro, aumento na oferta de liquidez global: agentes privados ou públicos norte-americanos pagam seus déficits com não-residentes por meio de dólares, que incrementam as reservas oficiais ou as aplicações financeiras de agentes privados.

101 Desfazendo, assim, o que o *Economist* chama de “*wealth illusion*” (ou “ilusão patrimonial”). *The Economist*. The great illusion, Sept. 30th, 2004. Segundo Roach, “As taxas de poupança estão baixas, em grande parte, porque famílias e empresas vêem a apreciação de atividade como uma *proxy* das poupanças de longo prazo. No entanto, a fragilidade dos mercados de ativos põe em questão essa hipótese crucial. Essa foi certamente a lição da bolha bursátil do final dos anos 1990 e pode bem ser o caso se a corrente bolha imobiliária explodir.” Ver Roach, S. *The day after tomorrow*. Morgan Stanley. Global Economic Forum, Nov. 1st, 2004.

102 A fragilidade financeira das famílias norte-americanas decorre não apenas do tamanho da dívida, mas do fato de que uma fração historicamente inédita dessa dívida é servida por taxas de juros flutuantes. O aumento dos juros afeta hoje quase 25% dessa dívida, contra algo em torno de 15% em 1994. Parte importante dessa mudança pode ser atribuída ao peso crescente das hipotecas com taxas flutuantes, preferidas por muitas famílias por conta dos juros mais baixos e a despeito do risco de surpresas desagradáveis no futuro. Ver Tal, Benjamin; Shenfeld, Avery; Preston, Leslie. *Higher US Rates: why a little means a lot*. CIBC World Markets, disponível em: <research.cibcwm.com>.

103 Na Tabela 8, os dados são apresentados a partir de 1991 (único ano em que os Estados Unidos obtiveram superávit em conta corrente no período 1982-2004). Vale a pena reparar na última coluna, que assinala a variação, entre 1996 e 2004 (período privilegiado pela análise de Bernanke sobre o *savings glut*), do saldo em conta corrente dos vários países e regiões; chama a atenção o crescimento dos saldos de Japão, Alemanha e do sub-grupo de outros países avançados com grande superávit em 2005. Além disso, convém observar que, desde 1999, o crescimento do superávit em conta corrente do conjunto de países em desenvolvimento mais NICs asiáticos é muito menos veloz quando dele se exclui o superávit corrente do Oriente Médio. A valorização do petróleo necessariamente suscita fortíssimos aumentos do superávit corrente dos exportadores da *commodity*, pela simples razão de que as esses países não têm condições de converter eficientemente os influxos em dispêndio em investimento ou consumo.

Tabela 8
Saldos em conta corrente, 1991-2005, e variação 2005-1996 (US\$ bilhões)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	05-96
Avançados superavitários (1)	0,9	7,6	27,0	42,8	73,3	83,9	77,5	53,0	89,2	105,3	94,9	100,1	156,3	204,3	209,9	126,0
Oriente Médio	-65,7	-22,8	-20,5	-3,8	3,3	15,2	10,2	-25,7	12,9	70,0	39,8	29,5	59,0	103,4	196,0	180,8
Outros avançados (2)	-0,3	55,4	123,6	112,8	110,6	98,8	144,9	153,6	122,6	84,2	96,9	157,1	148,6	196,7	169,2	70,4
Japão	68,4	112,3	132,0	130,6	111,4	65,7	96,6	119,1	114,5	119,6	87,8	112,6	136,2	172,1	163,9	98,2
China	13,3	6,4	-11,9	7,7	1,6	7,2	34,4	31,6	15,7	20,5	17,4	35,4	45,9	68,7	158,6	151,4
Alemanha	-24,3	-22,7	-18,9	-30,4	-29,8	-14,1	-9,5	-17,5	-26,8	-32,5	0,4	40,8	45,5	101,7	114,8	129,0
Rússia	n/a	-1,2	2,6	7,8	7,0	10,8	-0,1	0,2	24,6	46,8	33,9	29,1	35,4	58,6	86,6	75,7
A. NICs	12,8	13,5	17,8	12,8	2,1	-2,3	6,3	64,6	57,5	38,8	47,8	55,3	80,0	88,8	85,5	87,8
América Latina e Caribe	-17,5	-34,8	-46,1	-51,8	-36,9	-39,1	-66,4	-90,6	-56,7	-48,1	-53,6	-16,0	7,1	17,7	29,6	68,7
Asean-4 (3)	-16,8	-12,3	-14,5	-19,3	-30,6	-30,0	-17,2	29,3	38,0	32,1	21,7	27,2	30,7	27,1	22,5	52,5
África	-6,8	-8,9	-8,7	-11,2	-15,8	-5,0	-6,2	-19,4	-15,4	7,3	0,7	-8,2	-3,1	0,6	12,5	17,5
Centro e Leste Europeu	4,8	1,7	-11,0	5,7	-7,4	-17,8	-21,1	-19,3	-26,6	-32,7	-16,6	-24,5	-37,3	-50,1	-56,4	-38,6
Reino Unido, Espanha e Austrália	-49,9	-55,4	-33,2	-33,9	-33,3	-29,5	-16,4	-31,7	-79,5	-75,5	-63,7	-63,8	-89,1	-137,1	-149,1	-119,6
Estados Unidos	2,9	-50,1	-84,8	-121,6	-113,7	-124,9	-140,9	-214,1	-300,1	-416,0	-389,5	-475,2	-519,7	-668,1	-805,0	-680,0
MEMO:																
Países em desenvolvimento incl. A. Nics	-16,9	-44,5	-80,6	-61	-99,9	-99,9	-89,5	-25	28,6	58,7	53,8	115,1	171	215,1	270,4	370,3

Notas: Países e grupos estão dispostos em ordem decrescente de superávit em conta corrente em 2005.

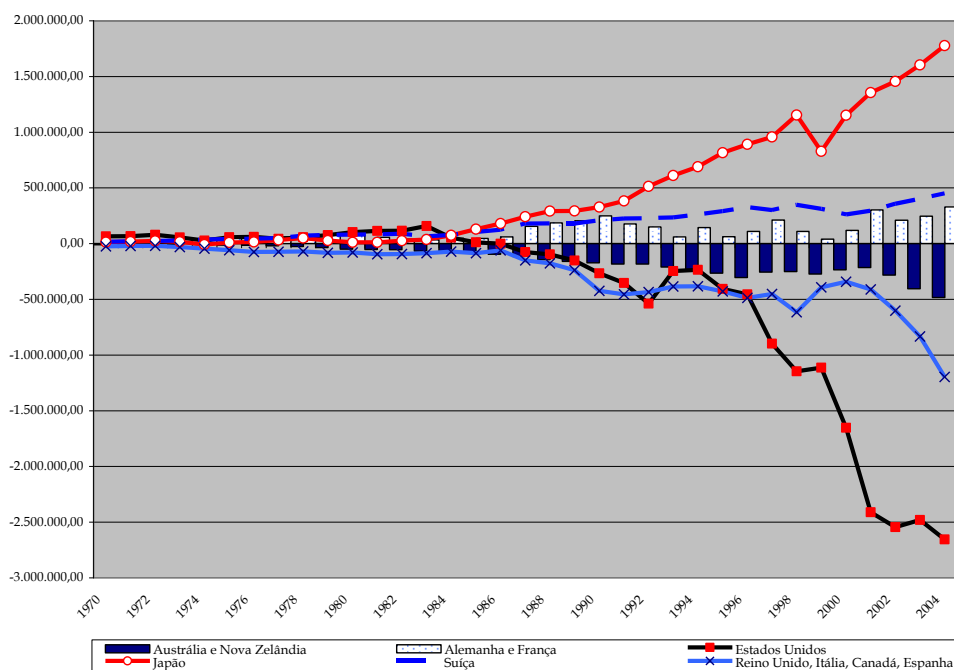
(1) O grupo "avançados superavitários" é composto por Bélgica, Canadá, Dinamarca, Holanda, Noruega, Suécia e Suíça, e reúne apenas os países avançados (exclusive Alemanha e Japão) de maior superávit em conta corrente em 2005;

(2) Agrega os avançados exclusive os "avançados superavitários", os A. NICs e o conjunto de avançados deficitários crônicos (Estados Unidos, Reino Unido, Espanha e Austrália);

(3) Indonésia, Malásia, Filipinas e Tailândia.

Fonte: FMI, base do *World Economic Outlook*. Elaboração própria.

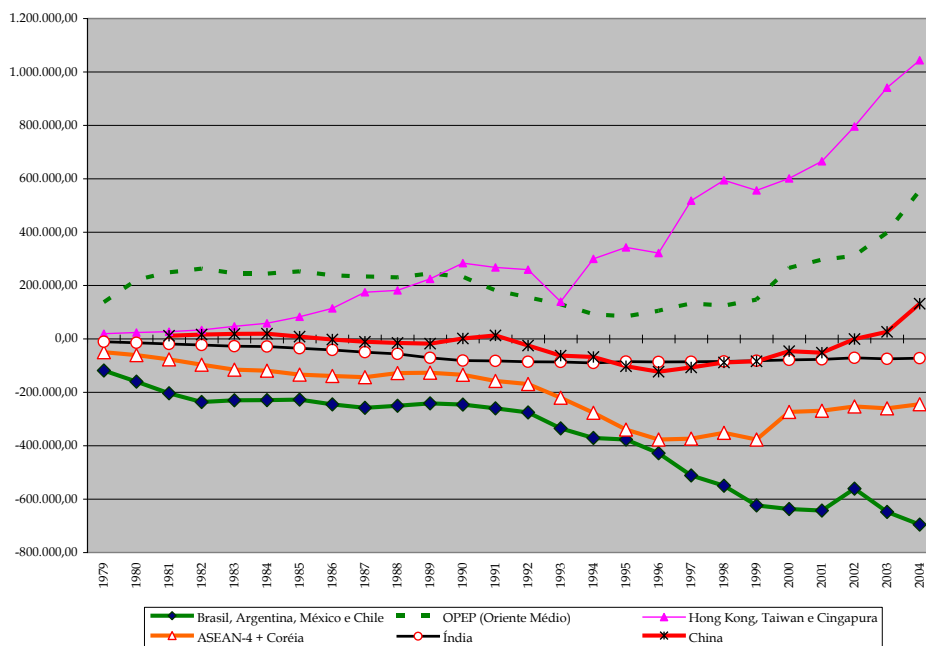
Gráfico 20
Passivos externos líquidos: países desenvolvidos (US\$ milhões de dólares correntes)



Fonte: Lane e Milesi-Ferretti (2006), apêndice disponível no site do FMI. Elaboração própria.

Gráfico 21

Passivos externos líquidos: países em desenvolvimento (US\$ milhões de dólares correntes)



Fonte: Lane e Milesi-Ferretti (2006), apêndice disponível no site do FMI.
Elaboração própria.

De outro, pelo lado dos estoques, o déficit em conta corrente torna ainda maior o passivo externo líquido norte-americano, há muitos anos o maior do mundo em termos absolutos (não, é verdade, em relação ao PIB do país).¹⁰⁴ Os Gráficos 20 e 21 (atenção para as diferentes escalas) evidenciam que o crescimento desse passivo tem, entre outras contrapartidas, a redução do passivo externo líquido em várias regiões em desenvolvimento (mas não na América Latina).¹⁰⁵

Será este déficit *sustentável*? Lembra Summers que há alguns “testes clássicos”. São preocupantes déficits correntes crescentes e que financiem o consumo, ou que coincidam com investimento concentrado em setores *non-tradeables*, ou ainda que sejam financiados por fluxos de curto prazo. Eis aqui a receita típica de uma crise cambial em países em desenvolvimento. Os Estados Unidos não passam em nenhum dos testes – e, salientam, Roubini e Setser,¹⁰⁶ possuem uma dívida pública cada vez mais concentrada em mãos de não-residentes e de perfil temporal cada vez mais curto. A extrapolação de algumas tendências atuais conduz a números hoje

¹⁰⁴ Tal fato, embora não seja propriamente novo, continua a ser espantoso. O que é compreensível: não é fácil acostumar-se à idéia de que o país emissor da moeda internacional por excelência tenha tamanho déficit corrente. “Há certamente algo estranho”, escreve Lawrence Summers, “no fato de que o maior poder do globo seja também o maior devedor do globo”. Ver Summers, L. H. *The United States and the global adjustment process*. Third annual Stavros S. Niarchos Lecture, Institute for International Economics, Mar. 23rd, 2004.

¹⁰⁵ A relativa estabilização do passivo externo líquido norte-americano nos últimos anos decorre dos *valuation effects*. Estes se deveram à desvalorização do dólar e ao fato de que os preços das ações que norte-americanos têm no exterior subiram mais do que os preços das ações que não-residentes têm nos Estados Unidos. Ver Lane, P. R.; Milesi-Ferretti, G. M. Examining global imbalances. *Finance and Development*, v. 43, n. 1, Mar. 2006.

¹⁰⁶ Roubini, N.; Setser, B. *Will the Bretton Woods 2 regime unravel soon? The risk of a hard landing in 2005-2006*. 2005. Disponível em: <<http://www.Stern.nyu.Edu/globalmacro/>>.

inimagináveis para o déficit em conta corrente e a dívida pública.¹⁰⁷ Mas, é claro, os Estados Unidos não são uma economia periférica; e são os emissores da moeda internacional.¹⁰⁸

Para alguns analistas, a própria conformação do bloco dinâmico Estados Unidos-Ásia seria suficiente para garantir, a perder de vista, demanda por ativos denominados em dólar em quantidade suficiente para garantir sua estabilidade. Segundo Dooley, Folkerts-Landau e Garber (2003a),¹⁰⁹ a Ásia desempenharia agora o papel que, no pós-guerra, foi encenado por Europa e Japão.¹¹⁰

Pode ser. Tudo contribui para a robustez da posição central do dólar: é a moeda das famílias e empresas residentes na maior economia do mundo; a moeda que denomina a maior parte das transações comerciais e financeiras internacionais; a primeira escolha de não-residentes em busca de segurança e liquidez e uma opção estratégica de banqueiros centrais. A possibilidade de que seja repentina e definitivamente rejeitado pelos agentes econômicos parece, portanto, bastante remota.¹¹¹

No entanto, a discussão mais relevante não diz respeito a transformações radicais na ordem monetária internacional e sim à possibilidade de que um mergulho mais acentuado da moeda venha a desencadear respostas mais incisivas da parte do FED (como ocorreu, de fato, em 1979!). Nos últimos anos, a participação das autoridades monetárias de países asiáticos (entre outros) na aquisição de títulos norte-americanos aumentou fortemente, contribuindo simultaneamente para sustentar o valor do dólar e a continuidade dos déficits comerciais dos Estados Unidos. Entretanto, a maior parte do estoque de ativos norte-americanos de propriedade de não-residentes repousa, ainda, sobre mãos privadas. Não há por que excluir a possibilidade de oscilações significativas no desejo de conservar riqueza sob a denominação monetária do dólar. Uma desvalorização mais acentuada do dólar,¹¹² se vista pelo governo norte-americano como uma ameaça ao status

107 Godley, W.; Papadimitriou, D. B.; Santos, C. H.; Zezza, G. The United States and her creditors: can the symbiosis last? *Strategic Analysis*, The Levy Economics Institute, Sept. 2005.

108 Ver Serrano, F. Do ouro imóvel ao dólar flexível. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 11, n. 2, jul./dez. 2002.

109 Ver, especialmente, Dooley, M. P.; Folkerts-Landau, D.; Garber, P. As essay on the revived Bretton Woods system. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2003. (NBER Working Paper Series, n. 9971); Dooley, M. P.; Folkerts-Landau, D.; Garber, P. The revived Bretton Woods system: the effects of periphery intervention and reserve management on interest rates and exchange rates in center economies. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2003. (NBER Working Paper Series, n. 10332).

110 Eis o modelo, simplificado: uma “periferia” em processo de crescimento acelerado define uma política agressiva de câmbio desvalorizado e aceita (com satisfação decrescente no tempo) a moeda norte-americana como contrapartida das importações de bens e das exportações de capital realizadas pelos Estados Unidos. A partir de certo ponto, o processo enseja acumulação de reservas por parte da periferia, prontamente reaplicadas em ativos denominados em dólar. Reconstitui-se, com isso, um sistema semelhante ao de Bretton Woods, no qual as moedas da periferia são fixas ou flutuam numa estreita margem em relação ao dólar. Com a constituição de um estoque de capital competitivo, a antiga periferia tende a incorporar-se ao centro de países desenvolvidos, renegando a antiga estratégia, o que só porá em risco a estabilidade da moeda central na ausência de uma nova periferia em ascensão. Isso teria ocorrido nos anos 1970, mas seria evitado, no futuro próximo, por uma nova onda de países em desenvolvimento, entre os quais a Índia. Daí a aposta dos autores na estabilidade do arranjo atual.

111 Mas ver Eichengreen, B. Global imbalances and the lessons of Bretton Woods. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2004. (NBER Working Paper Series, n. 10497).

112 No momento atual pouco provável, porém, devido ao aumento do diferencial de juros entre os Estados Unidos e os demais centros financeiros. Aliás, segundo D’Arista, esse aumento fez com que, em 2005, a fonte do *carry trade* global passasse a ser o sistema financeiro japonês. D’Arista, J. Another year awash in liquidity. *Capital flows monitor*, Apr. 27th, 2006.

internacional da moeda – ou mesmo, menos apocalipticamente, como uma ameaça ao controle da inflação – poderia ensejar maior aumento das *policy rates* e das taxas de juros de mercado. E isso, no atual contexto de endividamento das famílias e alavancagem financeira,¹¹³ poderiam ter conseqüências dramáticas, e não só para a economia norte-americana (Santos, 2004).

Nada disso, é claro, *precisa* acontecer. Se assim for, e se os Estados Unidos e a Ásia (talvez, no caso da última, com uma proporção mais equilibrada entre investimento e consumo)¹¹⁴ mantiverem seu ritmo, se a prometida recuperação japonesa não frustrar mais uma vez as previsões, se, enfim, o crescimento econômico permitir a absorção (ainda que lenta) dos desequilíbrios presentes... Bem, se assim for, talvez possamos, daqui a cinco ou seis anos, com a lanterna na popa, saudar os governos dos países desenvolvidos pela combinação entre sorte e tirocínio. Faremos também uma reverência aos governos dos países em desenvolvimento que souberam – *carpe diem!* – usufruir do momento. Daqui, da América Latina, entorpecida pela “música parada” de políticas econômicas incapazes de promover o crescimento sustentado, contemplaremos, cada vez mais ao longe, a montanha asiática. Em movimento.

113 Sobre a fragilidade financeira das famílias norte-americanas, ver Papadimitriou, D. B.; Chilcote, E.; Zezza, G. Are housing prices, household debt, and growth sustainable? *Strategic Analysis*, The Levy Economics Institute, Jan. 2006.

114 Convém registrar as preocupações de muitos analistas com o risco de uma contração do investimento na China, após tantos anos de uma exuberância cuja racionalidade ninguém sabe avaliar de forma rigorosa.

SEÇÃO III

Países emergentes e ciclos internacionais

*André Martins Biancareli*¹

Introdução

Emergência. Em português, segundo o dicionário Houaiss, a primeira acepção do substantivo feminino (“ato ou efeito de emergir”) seria “situação grave, perigosa, momento crítico ou fortuito; contingência”. Emergente. Seguindo a mesma fonte, na terceira acepção do adjetivo de dois gêneros (“que emerge, que surge”), o observador brasileiro da economia internacional, neste início do século XXI, volta a se sentir confortável com sua pátria (e sua língua): “que ou o que se encontra supostamente no rumo do desenvolvimento”.²

O termo em inglês *emerging markets* aparentemente surge no vocabulário dos aplicadores financeiros internacionais no início da década de 1990, época em que, dentro das suas carteiras, algumas praças exóticas passaram a se destacar pelos altos retornos proporcionados, além dos riscos também elevados.³ Antecipando o final (?) da história, a denominação “mercados emergentes” assumiu contornos muito mais amplos, a ponto de substituir, para um subconjunto importante de países, outros títulos consagrados: “terceiro mundo”, países “em desenvolvimento”, “retardatários”, “subdesenvolvidos” ou “periféricos”, economias “reflexas”. Mas a substituição, ainda que parcial, não é neutra: quase todos esses conceitos traziam embutida uma dimensão – a da subordinação da dinâmica interna às tendências da economia global, particularmente aos movimentos dos países centrais – que, do ponto de vista adotado aqui, continua essencial para (quase) todas as economias renomeadas.

A hipótese deste trabalho é a de que a economia internacional, no período que se inicia em 2003 e perdura até o presente momento (primeiro semestre de 2006), vive a fase de cheia do segundo grande ciclo de crescimento desde a consolidação da “globalização” e de suas características essenciais sintetizadas na expressão “supremacia dos mercados”. Ciclo que, à semelhança do anterior, impacta diretamente os chamados países “emergentes” mas que, como novidade, também passou a ser em parte reflexo da dinâmica interna e das relações externas de algumas (poucas) destas nações. Voltando às definições do dicionário, o objetivo será portanto lembrar que às fases de abundância e euforia costumam se seguir fases de “emergência” e,

1 Com os agradecimentos pelo auxílio de Aline Priscila de Camargo, bolsista PIBIC-CNPq.

2 Dicionário Houaiss da Língua Portuguesa, edição eletrônica. Disponível em: <<http://houaiss.uol.com.br>>.

3 Na realidade, o termo “mercado emergente” foi cunhado “em 1986 por um burocrata da Corporação Financeira Internacional, filiada ao Banco Mundial. Parecia um lugar mais atraente para se investir do que o ‘terceiro mundo’ ou um ‘país menos desenvolvido’” (Chancellor, E. *Salve-se quem puder: uma história da especulação financeira*. São Paulo: Companhia das Letras, 2001). No início da década seguinte, a denominação passou a ser utilizada pela imprensa especializada, organismos multilaterais e pela academia, para se referir aos países periféricos capitalistas e às economias em transição (países do leste europeu, ex-União Soviética) que então recebiam a maior parte dos fluxos de capitais provenientes dos países centrais. Ver Prates, D. *Crises financeiras nos países “emergentes”*: uma interpretação heterodoxa. Tese (Doutoramento)–Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2002.

através do olhar comparativo, mostrar que o encontro do “suposto rumo do desenvolvimento” não parece ser atributo de todos os “emergentes” (a partir daqui tratados sem aspas).

No que se segue, o texto está assim dividido: em primeiro lugar, trata-se de (i) explicitar o conjunto de países a ser acompanhado e quantificar os ciclos de crescimento, cujas origens são a partir de então buscadas (ii) nos ciclos financeiros e (iii) nos ciclos comerciais. Como o foco principal é sobre o período mais recente, cabe (iv) um olhar mais específico sobre a China, o caso nacional de maior sucesso e em cujos ombros pesa uma parcela crescente da responsabilidade quanto à manutenção do atual estado de coisas na economia internacional. Por fim, resta (v) um esforço de conclusões.

1 Ciclo de crescimento

Quais países, afinal, se enquadram no rótulo de emergentes? No que se refere a um exercício de descrição e comparação, há várias respostas possíveis, a depender dos ângulos privilegiados pela análise ou da disponibilidade de dados, por exemplo. Utilizando um “argumento de autoridade”, pode-se recorrer ao *Economist*, que semanalmente traz em suas últimas páginas estatísticas básicas de 25 economias nacionais selecionadas. A Tabela 1, pano de fundo para as análises subsequentes, se vale desta amostra ampla – que será reduzida posteriormente.

Partindo-se de 1994,⁴ os países são elencados por ordem decrescente de desempenho médio ao longo dos doze anos encerrados em 2005. Guiando-se pela primeira coluna, já se explicitam as marcas do contraste de desempenho, com forte caráter regional: os números muito superiores da China, a predominância de nações asiáticas entre as mais dinâmicas ao longo do período, a concentração (à exceção de Chile e Peru) dos latino-americanos entre as últimas posições e a dispersão dos países europeus (muitos dos quais “economias em transição” ao capitalismo de mercado a partir do final dos anos 1980) e dos demais selecionados (Egito, África do Sul e Israel).

Agrupados os resultados em três subperíodos, outra característica fundamental vem à tona: a sensível redução do (elevado) ritmo nos anos intermediários entre uma “primeira onda” e a “segunda” e atual. Para a média simples, o ritmo cai de 5,2% a.a. em média entre 1994 e 1997 para 2,6% de 1998 a 2002, e volta a se elevar para 5,4% de 2003 a 2005. Utilizando a ponderação pelo tamanho das economias medido em dólares correntes, essa oscilação ainda é bastante destacada: para os mesmos períodos, as médias anuais são de, respectivamente, 5,5%; 3,9% e 6,2%. Já com a ponderação através das estimativas dos PIBs pela paridade do poder de compra, o movimento é mais suave: 6,1%; 4,6% e 7,2% a.a., em média.

⁴ Na realidade, como será visto nos próximos itens, além do início do Plano Real (e portanto, na prática, da “era FHC”), há outros motivos nacionais (a conclusão da renegociação da dívida nos moldes do Plano Brady e a integração completa aos novos fluxos externos de capital) e internacionais (principalmente o início do espetacular ciclo de crescimento da economia chinesa ainda em curso) para ali ser fixado o marco zero da análise.

Tabela 1
Taxas de crescimento real do PIB, períodos e países selecionados, em % a. a.

	1994-05	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
China	9,50	13,1	10,9	10,0	9,3	7,8	7,1	8,4	8,3	9,1	10,0	10,1	9,9
Índia	6,40	6,8	7,6	7,5	4,7	6,0	7,0	5,3	4,1	4,2	7,2	8,1	8,3
Cingapura	5,94	11,6	8,1	7,8	8,3	-1,4	7,2	10,0	-2,3	4,0	2,9	8,7	6,4
Malásia	5,53	9,2	9,8	10,0	7,3	-7,4	6,1	8,9	0,3	4,4	5,4	7,1	5,3
Coréia	5,25	8,5	9,2	7,0	4,7	-6,9	9,5	8,5	3,8	7,0	3,1	4,6	4,0
Chile	4,91	5,7	10,6	7,4	6,6	3,2	-0,8	4,5	3,4	2,2	3,7	6,1	6,3
Taiwan	4,82	7,1	6,4	6,1	6,6	4,5	5,7	5,8	-2,2	4,2	3,4	6,1	4,1
Egito	4,78	4,2	4,5	4,9	5,9	7,5	6,1	5,4	3,5	3,2	3,1	4,1	5,0
Peru	4,53	12,8	8,6	2,5	6,8	-0,7	0,9	2,9	0,2	4,9	4,0	4,8	6,7
Polônia	4,49	5,2	6,8	6,3	7,1	5,0	4,5	4,2	1,1	1,4	3,8	5,3	3,2
Filipinas	4,23	4,4	4,7	5,8	5,2	-0,6	3,4	6,0	1,8	4,4	4,5	6,0	5,1
Hong Kong	4,07	5,6	3,9	4,2	5,1	-5,5	4,0	10,0	0,6	1,8	3,2	8,6	7,3
Israel	3,98	8,6	6,7	5,4	3,6	3,7	2,3	7,7	-0,3	-1,2	1,7	4,4	5,2
Tailândia	3,88	9,0	9,2	5,9	-1,4	-10,5	4,4	4,8	2,2	5,3	7,0	6,2	4,4
Indonésia	3,74	7,5	8,2	7,8	4,7	-13,1	0,8	5,4	3,8	4,4	4,7	5,1	5,6
Hungria	3,73	2,9	1,5	1,3	4,6	4,9	4,2	5,2	4,3	3,8	3,4	4,6	4,1
Turquia	3,71	-5,5	7,2	7,0	7,5	3,1	-4,7	7,4	-7,5	7,9	5,8	8,9	7,4
África do Sul	3,26	3,2	3,1	4,3	2,6	0,5	2,4	4,2	2,7	3,7	3,0	4,5	4,9
Rep. Tcheca	2,93	3,2	6,4	4,2	-0,7	-1,1	1,2	3,9	2,6	1,5	3,2	4,7	6,0
México	2,92	4,4	-6,2	5,2	6,8	5,0	3,8	6,6	0,0	0,8	1,4	4,2	3,0
Brasil	2,69	5,9	4,2	2,7	3,3	0,1	0,8	4,4	1,3	1,9	0,5	4,9	2,3
Colômbia	2,69	5,1	5,2	2,1	3,4	0,6	-4,2	2,9	1,5	1,9	3,9	4,8	5,1
Argentina	2,33	5,8	-2,8	5,5	8,1	3,9	-3,4	-0,8	-4,4	-10,9	8,8	9,0	9,2
Rússia	1,89	-12,7	-4,1	-3,6	1,4	-5,3	6,3	10,0	5,1	4,7	7,3	7,2	6,4
Venezuela	1,66	-2,3	4,0	-0,2	6,4	0,3	-6,0	3,7	3,4	-8,9	-7,7	17,9	9,3
Média simples	4,15	5,2	5,3	5,1	5,1	0,1	2,7	5,8	1,5	2,6	3,9	6,6	5,8
Média (US\$ correntes)	5,02	5,7	5,4	5,5	5,5	1,8	4,0	6,4	2,8	4,5	5,3	7,1	6,3
Média (US\$ PPP)	5,76	6,1	6,1	6,3	5,9	2,6	4,7	6,6	4,1	5,2	6,5	7,8	7,3

Fonte: FMI. *World Economic Outlook database*, Apr. 2006. Elaboração própria.

Com poucas exceções (Egito, Hungria, México e, em menor medida, Coréia) o padrão se repete para toda a lista: queda do crescimento no período intermediário, e retomada forte depois de 2003. No caso do líder da corrida, a estrondosa média de 9,5% a. a. (já com as revisões, para cima, realizadas na série histórica recentemente) teria sido ainda maior se, entre 1998 e 2002, não houvesse se reduzido para “apenas” 8,1% a.a. Junto com a Índia – cujo crescimento médio também se reduz depois de 1997 mas se mantém em taxas bastante elevadas (5,3% a.a., vindo de 6,7% nos primeiros quatro anos e se elevando para 7,9% nos últimos três) – a China ajuda a manter mais suave a curva das médias ponderadas pelos dólares correntes, e principalmente pelo critério da PPP. Fica explícito que estas duas, entre as principais economias emergentes, foram as que menos sofreram com o período de crises. Tomando este último e mais correto critério de ponderação, também se sobressaem a excepcionalidade, negativa, dos anos de 1998 (1,8% de crescimento em média para os 25 emergentes) e 2001 (4,1%) e o ritmo recorde atingido em 2004.

Neste *ranking*, o papel do Brasil é bastante modesto: o 21º maior (ou o 4º menor) crescimento no período todo, decomposto em posições não muito melhores nas duas primeiras fases (respectivamente 18º e 17º), e do último lugar nos últimos três anos (com uma média de 2,56% a.a. que, claramente insuficiente diante das necessidades do país, chama ainda mais a atenção diante do cenário externo na qual foi atingida).

A título de comparação, registre-se que o mundo cresceu, nos doze anos em tela, a uma média de 3,9% a.a., mas com uma oscilação menos pronunciada dos que os emergentes: 4,0% a.a. entre 1994 e 97; 3,4% a.a. de 1998 a 2002 e elevados 4,7% a.a. no triênio encerrado em 2005. Entre os países avançados, as médias são de 2,8% a.a. para o período todo e nos subperíodos, respectivamente, 3,1% a.a.; 2,5% a.a.; e 2,7% a.a. – uma relativa estabilidade que se deve muito mais aos países da zona do euro (cujo ritmo médio só se altera, e para baixo, na última etapa: 2,3% a.a.; 2,5% a.a. e 1,4% a.a.) do que aos Estados Unidos (para os mesmos momentos: 3,7% a.a.; 2,9% a.a. e 3,5% a.a.) e, guardadas as devidas proporções, ao Japão (1,8% a.a.; 0,3% a.a. e 2,3% a.a.).⁵

Se um ciclo completo é entendido como uma fase de ascensão seguida por uma queda, os países emergentes, mesmo com ritmos muito distintos, podem ser localizados em plena fase positiva de um segundo ciclo de crescimento. Ao mesmo tempo, as informações do parágrafo anterior sugerem (i) que se trata de um movimento vinculado ao ritmo da economia global e dos países centrais – principalmente da economia líder – mas que guarda em relação a estes especificidades e, crescentemente, alguns graus de liberdade importantes; e (ii) que estas nações em geral crescem mais do que o mundo e do que os desenvolvidos – o que seria de se esperar, dado o que se entende em geral por emergentes ou em desenvolvimento.

Porém, voltando à outra marca principal do dinamismo dos emergentes no período, estas afirmações genéricas de modo algum podem ser aplicadas indistintamente a todos os 25 países listados. Particularmente, há um notório abismo quantitativo e – como se procurará demonstrar – qualitativo entre as economias asiáticas e as latino-americanas. Por conta disso, o outro eixo aqui adotado é a concentração da análise comparada nos principais países destes dois continentes: China, Índia e Coreia de um lado; Argentina, Brasil e México de outro.

No detalhamento dos ciclos que se segue, além da explicitação do contraste regional, dois países são também analisados como elementos adicionais de comparação: a Rússia pela importância relativa (de longe a maior das “economias em transição”, ainda que com muitos traços distintos dos seus ex-satélites do leste europeu) e a Turquia pelas semelhanças em alguns aspectos com a realidade latino-americana. Junto aos seis asiáticos e latino-americanos já citados antes, estes dois países integram o grupo já destacado na Tabela 1.

Mas o que, afinal de contas, move de forma conjunta mas desigual, para cima e para baixo, as economias emergentes? Em primeiro lugar, obviamente, as suas ações de política econômica, tanto no plano da gestão macro quanto das opções estratégicas de mais longo prazo, particularmente sobre a forma de inserção externa. E quanto a esta, a suposição aqui é a de que, vinculando-as aos movimentos globais e entre si, estão suas relações com o resto do mundo, cujas fases são analisadas na seqüência em seus componentes financeiro e comercial.

⁵ Fonte: FMI. *World Economic Outlook database* abr. 2006. Ver a Seção II para uma análise mais detalhada do dinamismo global e de seus principais componentes e determinantes.

2 Ciclo financeiro

A marca principal do período acompanhado aqui, no que se refere às finanças internacionais, foi a incorporação dos países emergentes ao fenômeno conhecido como “globalização financeira” – um conjunto de transformações qualitativas e quantitativas que, dentro do sistema monetário internacional baseado no “padrão dólar flexível”, já marcava as economias centrais a partir do fim do arranjo de *Bretton Woods*. No que se refere ao primeiro tipo de mudanças, seus traços gerais são bastante conhecidos: um amplo aumento da mobilidade internacional dos capitais ensejada por processos nacionais de liberalização financeira interna e externa, a emergência de novos atores relevantes (principalmente os chamados investidores institucionais), o ganho relativo de participação das finanças de mercado e securitizadas em relação aos tradicionais fluxos de empréstimos bancários e o predomínio da lógica especulativa, entre outros aspectos.⁶ Já em relação às tendências quantitativas, algumas tentativas de medir o movimento geral podem ser citadas.

Em uma ambiciosa tentativa de quantificação, o estoque de riqueza financeira global – entendido como a soma dos depósitos bancários, instrumentos públicos e privados de dívida, e participações acionárias – foi estimado em US\$ 118 trilhões em 2003, patamar em muito superior ao do início do período aqui acompanhado (US\$ 53 trilhões em 1993) e quase incomparável em relação a 1980 (US\$ 12 trilhões).⁷ O aprofundamento financeiro em termos globais – o estoque era equivalente ao PIB mundial em 1980, cerca do dobro em 1993 e dez anos depois já representava 326% deste total, produto principalmente do ganho de participação de instrumentos de dívida e ações em detrimento de depósitos e empréstimos bancários – não mexeu no entanto em outra característica notória das finanças internacionais: a concentração regional da posse desses ativos. Do estoque total, 80% se concentrava em 2003 na Europa, Japão e Estados Unidos – este último país, isoladamente, possuía 37%. Dos países emergentes, apenas China (4% do estoque financeiro global, aproximadamente US\$ 5,1 trilhões), e em menor medida Coréia e Índia mereciam algum destaque. À América Latina, restava uma observação irônica: “... apesar da atenção que desperta (...), representa apenas 2% (do estoque financeiro global)”.⁸

A dimensão da internacionalização das finanças e o papel ocupado pelos emergentes no quadro ficam ainda mais claros quando o grau de integração financeira é analisado ao longo do tempo. O Gráfico 1, partindo dos dados compilados e disponibilizados por Lane e Milesi-Ferreti (2006), mostra a trajetória de uma das possibilidades de medir esta integração (através da razão entre a soma dos ativos e passivos externos e o PIB em US\$ correntes) desde 1970 até 2004.⁹ Chamam a atenção tanto a forte aceleração do movimento de integração a partir das décadas de 1980 e principalmente de 1990, quanto a distância que separa, também neste aspecto, o mundo em

⁶ Para um apanhado geral ver o capítulo 7 de Carneiro, R. *Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no último quarto do século XX*. São Paulo: Ed. Unesp/IE-Unicamp, 2002.

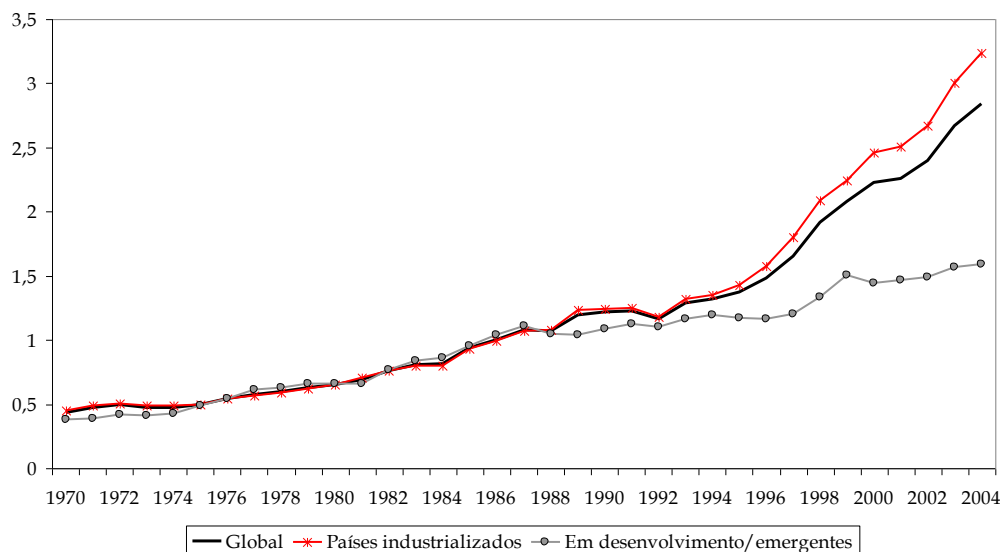
⁷ McKinsey Global Institute. *\$118 Trillion and counting: Taking Stock of the World Capital Markets*, Feb. 2005.

⁸ Idem, p. 57.

⁹ Lane, P. R.; Milesi-Ferreti, G. M. *The external wealth of nations Mark II: revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970-2004*. Washington, DC: International Monetary Fund, Mar. 2006. (IMF Working Paper, n. 06/69). Uma medida adicional de integração citada neste estudo é a soma dos ativos e passivos de investimento direto e em ações, também dividida pelo PIB em dólares.

desenvolvimento dos países classificados como “industrializados”.¹⁰ A ironia é que o engajamento de várias partes da periferia na “globalização financeira”, a partir de meados dos anos 1990, não representa grande aumento na velocidade de sua integração, e marca o início da crescente discrepância em relação aos industrializados.

Gráfico 1
Integração financeira, (ativos + passivos externos)/PIB, 1970-2004



Fonte: Lane e Milesi-Ferreti (2006), *Statiscal Appendix*. Elaboração própria.

Porém, se não há dúvidas sobre a pouca importância dos emergentes no estoque de riqueza e no movimento financeiro global, o inverso está longe de ser verdadeiro: a oscilação entre fases de abundância e escassez de financiamento externo tem sido decisiva na situação econômica destes países ao longo dos últimos anos, e é central na definição das distintas fases de crescimento descritas no item anterior, principalmente para aqueles países que mais avançaram no processo de abertura financeira.

Não há uma maneira única ou incontestável de quantificar os movimentos nas condições de financiamento, o que recomenda a observação por vários ângulos complementares. O primeiro deles é fornecido pela Tabela 2, que segue a metodologia do *Institute of International Finance*, associação dos grandes bancos internacionais que, para medir os fluxos líquidos de capital para os emergentes,¹¹ os divide em fluxos privados, fluxos oficiais e empréstimos e depósitos de residentes. Os fluxos privados se subdividem em fluxos de participações (*equities*, tanto diretos como de carteira) e fluxos geradores de dívidas (com credores privados na forma de bancos e não-bancos).

¹⁰ Neste estudo, composto por Austrália, Áustria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, Finlândia, França, Alemanha, Grécia, Irlanda, Itália, Japão, Luxemburgo, Holanda, Nova Zelândia, Noruega, Portugal, Espanha, Suécia, Suíça, Reino Unido e Estados Unidos. Outros 121 países, classificados como em desenvolvimento ou emergentes, completam a ampla base de dados.

¹¹ O agregado do IIF é o seguinte: China, Índia, Indonésia, Malásia, Filipinas, Coreia, Tailândia; Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, Equador, México, Peru, Uruguai, Venezuela; Bulgária, Rep. Tcheca, Hungria, Polônia, Romênia, Rússia, Eslováquia e Turquia; Argélia, Egito, Marrocos, África do Sul e Tunísia.

A explicitação do resultado agregado em conta corrente e, por construção, também da variação das reservas, fornece uma visão geral sobre o financiamento externo para tais economias.

Tabela 2
Fluxos líquidos de capital para economias emergentes, 1995-2005, em US\$ bilhões

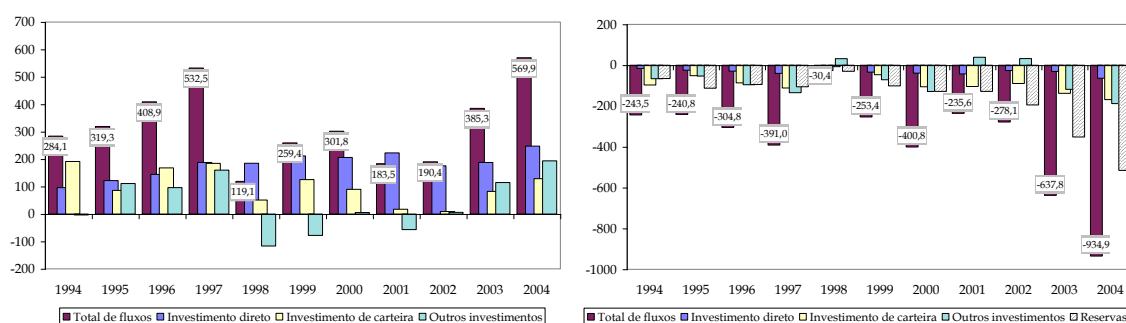
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005(*)
Saldo em Conta Corrente (a)	-82,5	-94,7	-71,1	-9,5	26,1	42,0	25,2	76,5	117,0	144,1	231,9
Financiamento Externo, líquido											
Fluxos Privados (b=c +f)	233,9	324,5	283,9	136,6	161,6	194,5	132,0	125,0	228,8	329,3	399,6
Investimento em participações (c=d+e)	105,5	125,8	140,0	132,8	165,6	154,1	148,8	117,6	134,7	182,1	219,6
Investimento direto (d)	75,5	92,7	118,0	122,5	153,0	139,3	140,4	116,5	97,6	143,8	157,9
Investimento em carteira (e)	30,0	33,1	22,0	10,3	12,6	14,8	8,4	1,1	37,1	38,3	61,7
Cretores privados (f=g+h)	218,4	198,7	144,0	3,8	-4,0	40,4	-16,8	7,4	94,0	147,2	180,0
Bancos comerciais (g)	95,4	118,0	59,5	-60,0	-45,5	-0,9	-23,7	-8,3	26,9	63,9	88,7
Não-bancos (h)	33,0	80,7	84,5	63,8	41,5	41,3	6,9	15,7	67,2	83,2	91,3
Fluxos Oficiais, líquido (i=j+l)	39,3	4,7	46,5	54,4	12,1	-1,0	10,1	-6,4	-20,1	-24,8	-66,8
IFIs (j)	18,7	7,0	30,9	38,3	3,0	2,7	22,8	6,9	-6,4	-16,2	-40,2
Créditos bilaterais (l)	20,6	-2,3	15,6	16,1	9,1	-3,7	-12,7	-13,3	-13,8	-8,7	-26,6
Empréstimos de residentes e outros, líquido (m)	-93,7	-147,8	-217,4	-133,3	-144,5	-166,0	-80,9	-43,4	-57,7	-51,4	-148,5
Variação de reservas =-(a+b+i+m), -=acrécimo	-97,0	-86,7	-41,9	-48,0	-55,3	-69,6	-86,4	-151,6	-267,9	-397,1	-416,2

(*) Estimativa preliminar.

Fonte: IIF. *Capital Flows to Emerging Market Economies*, vários números. Elaboração própria.

O movimento líquido, no entanto, às vezes mascara algumas tendências importantes. Outra descrição possível, que segue a divisão da conta financeira do balanço de pagamentos e desagrega os fluxos de entrada e de saída (estes incluindo o acúmulo de reservas internacionais), é dada pelo Gráfico 2, construído a partir dos dados do FMI até 2004 para um conjunto mais amplo de economias,¹² – e que também descreve três fases.

Gráfico 2
Fluxos de entrada (esquerda) e de saída (direita) de capital para emergentes, 1994-2004, em US\$ bilhões



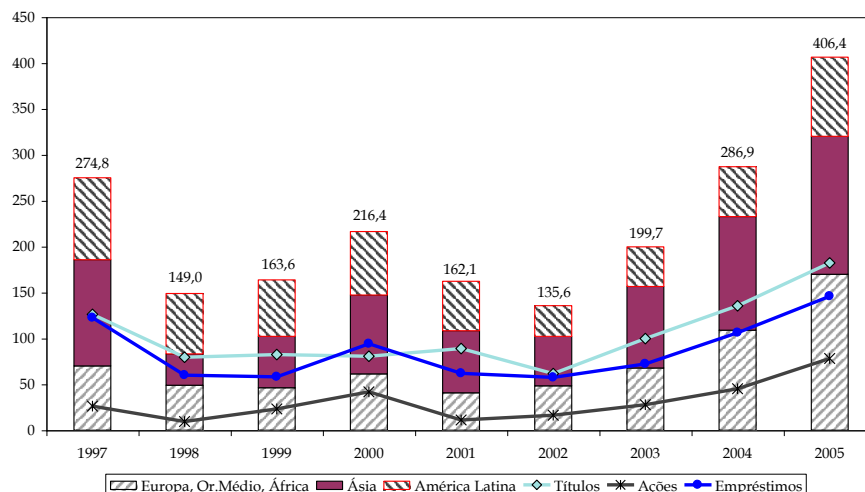
Fonte: FMI. *Global Financial Stability Report 2006*. Elaboração própria.

Um dos traços mais visíveis nestas duas formas de apresentação é a relativa estabilidade (em altos patamares, principalmente a partir de 1997) do investimento direto, a indicar que a oscilação no financiamento externo não decorre desta modalidade. Uma terceira forma de

¹² Trata-se do agregado do FMI “outros mercados emergentes e países em desenvolvimento”, com o acréscimo dos NICs asiáticos.

apresentação dos números é concentrar-se nos totais, brutos, apenas dos outros fluxos ou “emissões”, divididas por instrumento (títulos, ações e empréstimos) e entre as grandes regiões emergentes. O movimento geral desde 1997 e sua decomposição são mostrados no Gráfico 3, e a Tabela 3 apresenta (a partir de 2000) também os números de amortizações e emissões líquidas para cada uma das regiões, além dos totais brutos para os principais países acompanhados.¹³

Gráfico 3
Emissões brutas de instrumentos financeiros por países emergentes, 1997-2005, em US\$ bilhões



Fonte: FMI. *Global Financial Stability Report 2006; Emerging Market Financing*, vários números. Elaboração própria.

Tabela 3
Emissões externas de países emergentes, 1997-2005, panorama geral, em US\$ bilhões

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Total Emergentes									
Emissões Brutas	274,8	149,0	163,6	216,4	162,1	135,6	199,7	286,9	406,4
Títulos	126,2	79,5	82,4	80,5	89,0	61,6	99,8	135,5	182,2
Ações	26,2	9,4	23,2	41,8	11,2	16,4	27,7	45,2	78,2
Empréstimos	122,5	60,0	58,1	94,2	61,9	57,6	72,2	106,2	145,9
Amortizações				113,9	147,1	128,5	119,5	128,1	108,0
Emissões líquidas				102,5	15,0	7,1	80,2	158,8	298,4
Ásia									
Emissões Brutas	115,7	34,2	56,0	85,9	67,5	53,9	88,8	123,7	150,4
Títulos				24,5	35,9	22,5	35,8	52,1	53,6
Ações				31,6	9,6	12,4	24,7	35,3	57,9
Empréstimos				29,8	22,0	32,3	27,5	36,3	38,9
Amortizações				56,6	66,2	55,7	45,5	49,8	38,7
Emissões líquidas				29,3	1,3	-1,8	43,3	73,9	111,7
China									
Emissões Brutas				23,1	5,6	8,9	13,6	24,4	35,8

Continua...

¹³ Os valores totais para emergentes, no gráfico e na tabela, se referem ao agregado do FMI citado na nota anterior.

Tabela 3 – Continuação

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Índia									
Emissões Brutas				2,2	2,4	1,4	4,1	13,9	19,3
Coréia									
Emissões Brutas				14,2	17,0	14,7	17,2	24,4	34,5
América Latina									
Emissões Brutas	89,2	65,7	61,4	69,1	53,9	33,4	43,3	54,3	86,2
Títulos				35,6	33,6	18,3	31,2	33,4	60,0
Ações				5,1	1,2	2,0	0,8	2,0	5,8
Empréstimos				28,4	19,1	12,7	10,7	18,8	20,8
Amortizações				<u>32,3</u>	<u>45,6</u>	<u>40,8</u>	<u>40,4</u>	<u>46,7</u>	<u>37,1</u>
Emissões líquidas				36,8	8,3	-7,4	2,9	7,6	49,1
Argentina									
Emissões Brutas				16,6	3,4	0,8	0,2	2,0	22,0
Brasil									
Emissões Brutas				23,2	19,5	10,9	12,0	15,9	25,4
México									
Emissões Brutas				15,3	13,8	10,0	17,0	19,0	17,5
Europa, Or. Médio, África									
Emissões Brutas	70,0	49,0	46,3	61,4	40,8	48,3	67,7	109,0	169,8
Títulos				20,4	19,6	20,9	44,7	50,0	69,1
Ações				5,1	0,5	2,0	2,8	7,9	14,4
Empréstimos				36,0	20,7	24,5	34,0	51,1	86,3
Amortizações				<u>24,9</u>	<u>35,3</u>	<u>32,0</u>	<u>33,6</u>	<u>31,6</u>	<u>32,2</u>
Emissões líquidas				36,5	5,5	16,3	34,1	77,4	137,6
Rússia									
Emissões Brutas				4,0	3,2	8,5	12,1	23,3	32,3
Turquia									
Emissões Brutas				20,4	6,4	6,4	9,4	14,6	18,3

Fonte: FMI. *Global Financial Stability Report 2006; Emerging Market Financing*, vários números. Elaboração própria.

Por qualquer dos ângulos, a marca dos ciclos é nítida. Os anos de 1996 e 1997, dependendo do critério, marcam o ápice de uma primeira fase de abundância, que junto com a progressiva elevação do IDE, marca a ascensão conjunta das outras modalidades de financiamento, atingindo então valores só superados nos últimos dois anos. Também dignas de nota, duas outras características: a predominância de saldos reduzidos ou déficits de variados tamanhos em conta corrente (a primeira linha da Tabela 2 é eloqüente a respeito e o Gráfico 4 detalha o resultado por país) e a manutenção taxas de crescimento e níveis de reservas internacionais até então considerados elevados (última linha da Tabela 2 e Gráfico 5).

A primeira metade da década havia marcado, principalmente para a América Latina, a retomada das possibilidades de financiamento externo. Após a restrição absoluta sofrida em boa parte da “década perdida” – o longo período de escassez que se seguira ao endividamento externo conduzido pela reciclagem dos “petrodólares” – abriu-se um horizonte de possibilidades de tomada de recursos, nas novas modalidades que marcavam os novos tempos. Necessária para a absorção de tais fluxos, a principal mudança estrutural implementada foi a liberalização das relações financeiras com o exterior, num processo fartamente documentado, que atende a distintos

determinantes nas duas principais regiões emergentes.¹⁴ Além disso, o encaminhamento das renegociações das dívidas externas latino-americanas, muitas delas em moratória, nos moldes do Plano Brady (securitização e redução do passivo total, entre outros aspectos) também é uma marca da mudança de ares – que chegou a despertar a confiança na garantia de um fluxo de financiamento externo estável e adequado às necessidades de desenvolvimento de tais países.

O debate da época sobre os determinantes da volta dos fluxos de capital, que contrastava os “fatores internos” (avanço e compromisso com as reformas liberalizantes, programas de estabilização bem-sucedidos, solução para os passivos externos acumulados) aos “externos” (a reversão conjuntural nos países centrais, que resultava em baixas taxas de juros e busca por maiores rendimentos em praças arriscadas da periferia),¹⁵ é tomado aqui como central, e sua importância transcende aquela conjuntura favorável – que, aliás, não perdurou por muito tempo.

A fase de abertura e absorção de recursos manteve o seu caminho até meados de 1997, quando se inicia na Tailândia uma série de episódios de crise cambial marcado por um conjunto de características comuns (que já haviam se manifestado na crise mexicana na passagem de 1994 para 1995, mas cujos efeitos de contágio foram rapidamente controlados). Entre esses traços, a já citada deterioração prévia dos resultados em conta corrente; a perda acelerada de reservas (fuga de capital) diante do ataque especulativo às taxas de câmbio controladas; a acentuada desvalorização cambial e a adoção do câmbio flutuante; e, em maior ou menor medida, a contaminação do sistema financeiro pela crise, que se transforma também em crise bancária e em alguns casos em crise fiscal.

Esse roteiro básico, com pequenas variações, pôde ser assistido primeiramente nos países mais dinâmicos do sudeste asiático: Tailândia, Filipinas, Indonésia, Malásia e, subindo um degrau pela importância do alvo da vez, Coreia; tudo no segundo semestre de 1997. Manifestava-se então uma marca da forma de organização integrada e desregulada das finanças globais, às quais os emergentes haviam se interligado: o contágio de outros mercados (mesmo que compartilhassem com o centro dos problemas apenas o fato de não serem países centrais) e a “fuga para a qualidade”. Na seqüência, o movimento se reproduziu em várias outras praças, nas quais a combinação de abertura financeira, endividamento externo de curto prazo, apreciação cambial e deterioração da conta corrente – diante do ambiente externo de elevada aversão ao risco – acabou se mostrando explosiva: Rússia em meados de 1998, Brasil no início de 1999, Turquia em 2001 e Argentina, após longa agonia, na passagem para 2002. No caso brasileiro, dois outros episódios

¹⁴ Enquanto o principal resultado da abertura e absorção de recursos financeiros na América Latina foi a viabilização de programas de estabilização baseados na âncora cambial sustentada pelos fluxos e estoques de reservas, na Ásia o movimento (não acompanhado por Índia e China) decorre mais da dinâmica de concorrência produtiva regional, particularmente nos setores de eletroeletrônicos que, na passagem para a década de 1990, resultou em excesso de oferta, queda de preços e da lucratividade e maior necessidade de financiamento externo. Ver Palma, G. Gansos voadores e patos vulneráveis: a diferença da liderança do Japão e dos Estados Unidos, no desenvolvimento do Sudeste Asiático e da América Latina. In Fiori, J. L. (Org.). *O poder americano*. Petrópolis: Vozes, 2004. Além desta, outra referência obrigatória é Medeiros, C. Globalização e inserção diferenciada da Ásia e da América Latina. In Tavares, M. C.; Fiori, J. L. (Org.). *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Vozes, 1997.

¹⁵ A referência principal, no debate internacional, da linha que defende os fatores internos é El-Erian, M. Restoration of access to voluntary capital markets – the recent Latin American experience *IMF Staff Papers*, v. 39, n. 1, 1992. Já pelo lado da defesa dos fatores externos, o trabalho principal, no interior do *mainstream economics*, é o de Calvo, G.; Leiderman, L.; Reinhart, C. Capital flows and real exchange rate appreciation in Latin America: the role of external factors. *IMF Staff Papers*, v. 40, n. 1, 1993.

semelhantes ocorrem dentro desse intervalo, tendo como motivação imediata as incertezas diante da crise energética de 2001 e em seguida as eleições presidenciais de 2002.

As peculiaridades e fatores internos, no entanto, não devem desviar a atenção dos determinantes gerais do período de dificuldade, sob o risco de prejudicar a compreensão também do presente. Como exposto por Kregel (1999), a própria estratégia de estabilização, e o seu sucesso, traziam consigo as “sementes da própria destruição”: a deterioração dos “fundamentos” era um processo endógeno, que decorria da entrada maciça de capitais prevista e provocada pelo modo de integração financeira e pelos diferenciais de rendimentos, em meio ao ambiente de reduzida aversão ao risco e *search for yield*.¹⁶

O elemento de fundo para a passagem para o período de dificuldades não é, portanto, interno nem exclusivo a nenhum dos receptores. As condições nos países centrais (e portanto nos mercados financeiros globais) mudam, e se tornam muito menos favoráveis à ampla liquidez global que havia marcado o momento anterior: taxas básicas e longas de juros mais altas diante da “exuberância irracional”, posteriormente os escândalos contábeis e, não menos importante, o aumento dos “riscos geopolíticos” principalmente a partir do ataque terrorista de setembro de 2001 (ver SEÇÃO II).

A mudança de patamar dos fluxos de capital, sob qualquer dos ângulos mostrados nas Tabelas 2 e 3 e nos Gráficos 2 e 3, é patente entre 1998 e 2002: a média anual de fluxos privados líquidos cai quase pela metade em relação ao triênio anterior (e o tombo só não é maior por conta do IDE); os fluxos de entrada de investimentos de carteira e outros investimentos se retraem ano após ano e as emissões brutas totais, de um patamar (já no ano problemático de 1997) superior a US\$ 270 bilhões, caem para uma média anual de US\$ 165 bilhões, com declínio generalizado em todos os instrumentos.

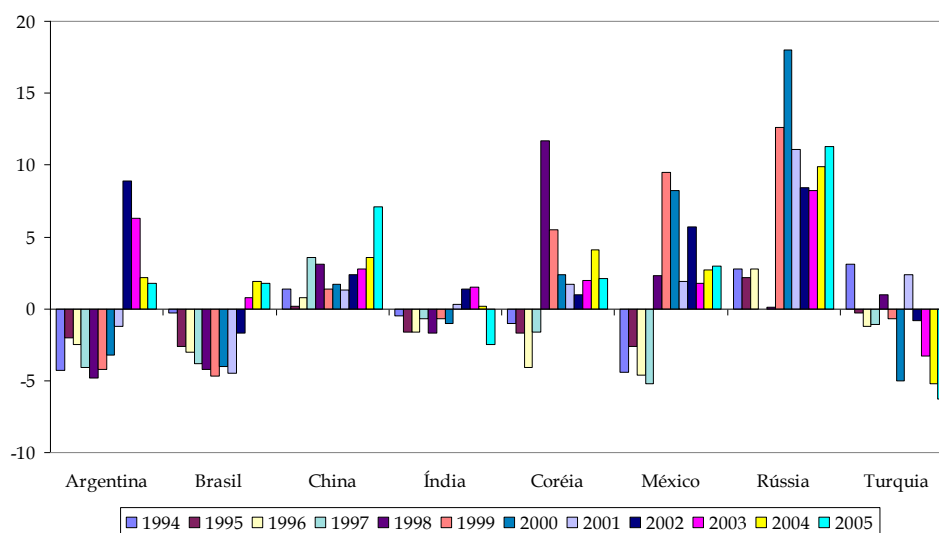
Voltando às crises e suas origens imediatas, no Gráfico 7, mostrado adiante, é possível visualizar perfeitamente cada um dos episódios, através do “mergulho” de cada moeda (o câmbio é medido ali de maneira invertida, divisa/moeda nacional, pelo conceito de taxa efetiva real) num determinado intervalo de tempo concentrado: México na virada de 1994 para 95, Coréia no fim de 1997, Rússia no final de 1998, Brasil no início de 1999 (e novamente em 2001 e 2002), Turquia em 2001 e Argentina no primeiro mês de 2002. Também se nota, através do Gráfico 4, a deterioração da conta corrente que, via de regra, atingiu os países nos anos anteriores às suas respectivas crises (assim como a recuperação das contas externas, que foi muito mais rápida em algumas nações do que em outras). Um pouco abaixo, no Gráfico 5, o terceiro dos “fundamentos”: os níveis de reservas internacionais, muito menores do que os mais recentes e que, em vários casos, apresentam queda nos momentos de maior dificuldade. Conforme se argumentou acima, estes são os sintomas (ou as conseqüências), muito mais do que as causas, da mudança de ambiente, cujas origens devem ser buscadas em outras instâncias. O fato de a deterioração dos fundamentos reforçar o movimento nas situações de pânico, não-diferenciação e “comportamento de manada”, não invalida o raciocínio.

16 Kregel, J. A. Was there an alternative to the Brazilian crisis? *Brazilian Journal of Political Economy*, v. 19, n. 3, (75), Jul./Sept. 1999.

Com esse mesmo olhar é que devem ser examinadas aquelas que são as grandes peculiaridades do ciclo atual de liquidez, observáveis nos mesmos Gráficos 4 e 5.

Quanto à conta corrente, México e principalmente Turquia parecem destoar da tendência, mas são exceções: dos agregados do FMI para os países emergentes, todos à exceção da Europa Oriental e Central são superavitários desde 2003 e assim devem permanecer em 2006 e 2007 e, da amostra mais ampla de 25 países do *Economist*, as previsões do Fundo para o ano em curso indicam predomínio de resultados positivos (16 contra 9 deficitários), sendo apenas 6 os casos de déficit previsto superior a 3% do PIB.¹⁷

Gráfico 4
Saldo em conta corrente, em % PIB



Fonte: FMI. *World Economic Outlook database*, Apr. 2006. Elaboração própria.

Já em relação ao tamanho e o crescimento dos estoques de reservas internacionais – retratados no Gráfico 5 em duas partes distintas, com uma amostra mais ampla de países – para quase todos os países (Brasil e Argentina são notáveis exceções), o período recente não encontra paralelo histórico, e os números em muito superam os atingidos no auge do ciclo anterior de liquidez.¹⁸ Duas faces da mesma moeda – a variação de reservas é a contrapartida contábil do saldo em conta corrente, dado o resultado da conta capital e financeira – estes dois fundamentos, outrora culpados (por alguns) pelas crises, agora estão no centro de um raciocínio semelhante e com o sinal

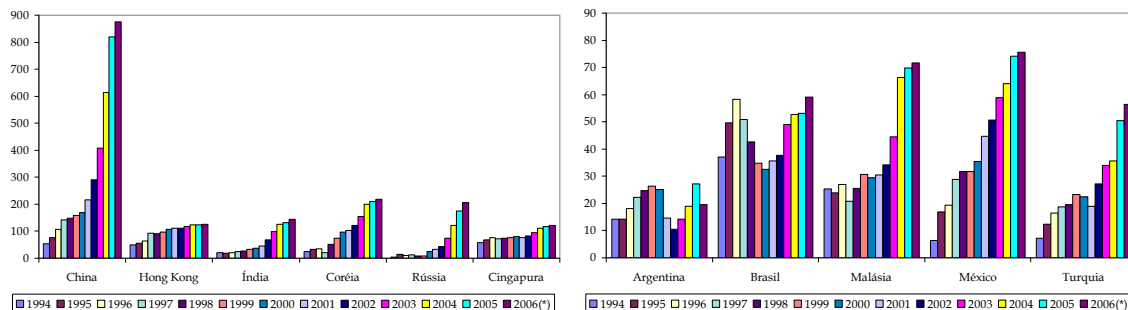
¹⁷ São eles: Hungria (-8,2%); Turquia (-6,5%); África do Sul (-3,9%); Índia (-3,1%); Polônia (-2,5%) e Rep. Tcheca (-2,3%). Fonte: *World Economic Outlook database*, Apr. 2006.

¹⁸ Excluído do Gráfico 5 pela indisponibilidade da série histórica na base do Banco Mundial, o estoque de reservas de Taiwan é o segundo mais alto, somando US\$ 215,9 bilhões em fevereiro de 2006. Comparando esse com o outro fundamento citado, a situação preocupante de alguns países em conta corrente é em parte compensada, a começar pela Índia e, guardadas as proporções, pela Turquia e Polônia (esta com US\$ 43,7 bilhões de reservas em março de 2006). Porém Hungria (estoque de apenas US\$ 21,5 bilhões em março), África do Sul (US\$ 20,6 bi), República Tcheca (US\$ 29,4 bi) aparecem também por esse critério como os mais vulneráveis.

trocado: eles não apenas explicariam a volta da disponibilidade de financiamento como ofereceriam proteção contra mudanças indesejáveis no quadro atual de liquidez “exuberante”.¹⁹

Gráfico 5

Reservas internacionais, fim de período, em US\$ bilhões



(*) Últimos dados disponíveis, relativos a fevereiro ou março.

Fonte: Banco Mundial. *World Development indicators database online*; *The Economist*. Elaboração própria.

Tal adjetivo, no que se refere aos países emergentes, dificilmente poderia ser considerado exagerado. Voltando aos números mostrados páginas atrás, todas as medidas de disponibilidade e condições de financiamento atingem seus picos históricos em 2005: os fluxos privados líquidos pelo conceito do IIF beiram os US\$ 400 bilhões e deixam para trás os US\$ 324 bilhões de 1996; as emissões brutas medidas pelo FMI (que excluem o IDE), já num nível recorde próximo a US\$ 290 bilhões em 2004, superam o patamar de US\$ 400 bilhões; e, de acordo com as tendências mostradas no Gráfico 2, não apenas os fluxos de entrada batem recordes, mas também os de saída, engordados pelo já comentado movimento de acumulação de reservas e pelo desendividamento externo²⁰ – processo também ensejado pelo contexto de liquidez abundante e saldos em conta corrente.

Há vários outros sintomas disponíveis. Os prêmios de risco, mostrados no Gráfico 6 (pelo qual a visualização das três fases do ciclo financeiro também é perfeita), mergulham a partir do final de 2002 em direção aos seus mínimos históricos atuais. O volume negociado nos mercados secundários de papéis emitidos por emergentes cresce 18% em 2005 (em meio aos processos de recompra dos *brady bonds* por vários países latino-americanos, também possibilitados pelo ambiente favorável), atingindo seu maior nível desde 1997. Outro sinal positivo para os países que mais dependem deste tipo de financiamento também é identificável: o ganho de participação de instrumentos locais no total negociado, a ilustrar o crescente interesse de aplicadores estrangeiros, que também se verifica em relação aos mercados de ações.²¹ A possibilidade de pré-financiamento de grande parte das obrigações externas de 2006 e as recentes emissões, raras na história, de papéis denominados em moedas locais nos mercados internacionais, também chamam a atenção dos

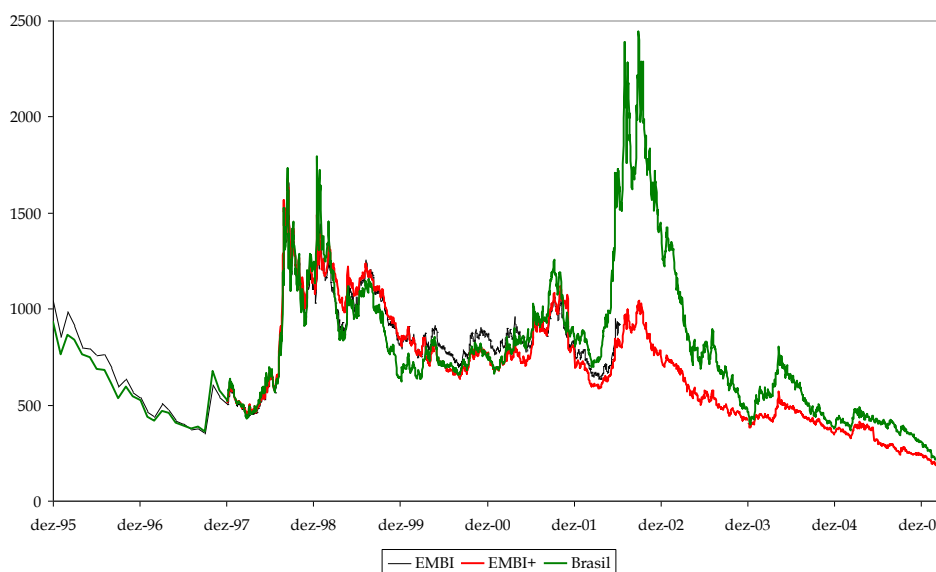
¹⁹ Sobre o quadro e a exuberância, mas não sobre o raciocínio (retomado abaixo), ver Cintra, M. A. M. A exuberante liquidez global. *Economia Política Internacional: Análise Estratégica*, Campinas, CERIE-IE/Unicamp, n. 5, abr./jun. 2005.

²⁰ Para detalhes do caso brasileiro, ver a Seção IV.

²¹ Emerging Market Traders Association. *2005 Annual Debt Trading Volume Survey*. Feb. 2006. Os eurobônus lideraram a divisão por tipo de título (48%), seguidos de perto pelos instrumentos locais (47%) – que crescem significativamente em relação ao pico anterior de 1997, quando representavam apenas 25%. Em termos de emissor, o Brasil respondeu por 28% do volume negociado em 2005, seguido por México (17%), Turquia (9%), Rússia (7%) e Argentina (6%).

analistas.²² Do ponto de vista dos fundos de aplicação nestes mercados, duas outras tendências também merecem destaque: um alargamento, em termos geográficos e por tipo de aplicador, das fontes de recursos; e um movimento de melhora na classificação de riscos das dívidas soberanas, oriundos das agências de classificação de risco: a relação entre *upgrades* e *downgrades*, que chegou a ser de 1:1 em 2001, foi de 3:1 em 2004 e 4:1 em 2005.²³

Gráfico 6
Prêmios de riscos, em pontos-base



Fonte: J.P. Morgan; Ministerio de Economía y Producción, Argentina. Elaboração própria.

Diante de tal quadro, não surpreende que o debate entre fatores internos e externos na determinação dos fluxos financeiros para os emergentes seja, em parte, reeditado.

Além dos “bons fundamentos” (em conta corrente e reservas) já citados e que não mais se restringem aos países asiáticos, também são chamados a testemunhar a favor dos receptores o comportamento “pragmático” dos governos quanto à política econômica (mesmo aqueles com “perfil esquerdista”), que se traduzem em bons indicadores de inflação e contas públicas, além dos progressos na administração da dívida externa e o desenvolvimento de fontes locais de financiamento. A combinação destes elementos internos com o contexto global de ampla liquidez permitiria vislumbrar um horizonte de auto-reforço das tendências, que resultaria na elevação à categoria de *investment grade* e, com ela, na almejada garantia de financiamento externo estável, seguro e de prazo longo. Na expressão mais exagerada do argumento, um dos mais respeitados analistas do setor, o mesmo que se destacava pela defesa da preponderância dos fatores internos no ciclo anterior, chegou a falar em “novo paradigma” para a região: as transformações estruturais funcionariam a partir de agora como âncora, pavimentando o caminho do crescimento sustentado e

²² Ver por exemplo FMI. Global financial stability report, 2006b; e BIS. *Quarterly Review*, Mar. 2006.

²³ Gomez, M. It’s the economy, stupid... *Emerging Markets Watch*, PIMCO, Mar. 2006.

afastando do horizonte o risco de contágios diante de reversões da liquidez global, como os vistos no passado.²⁴

Tal como no debate anterior, esta visão está longe de ser unânime no interior do *mainstream economics*, e não faltam analistas a lembrar os inúmeros fatores de vulnerabilidade que colocariam em xeque a suposta mudança estrutural para vários países, principalmente da América Latina: a dinâmica e o tamanho das dívidas públicas ainda preocupantes, o descasamento de moedas nas estruturas passivas e ativas, o atraso nas reformas estruturais, as baixas taxas de investimento diante das necessidades urgentes de infra-estrutura e serviços sociais, e os riscos políticos crescentes.²⁵

Do ponto de vista aqui adotado, não é necessário recorrer a estes últimos argumentos (alguns de validade duvidosa) para compreender as relações entre a melhora nos fundamentos, a abundância atual de financiamento e as perspectivas futuras. Novamente, não se deve tomar a consequência pela causa: tal como a deterioração das contas externas e a perda de reservas no momento anterior, os processos em curso são muito mais produto das condições financeiras gerais e das formas de inserção privilegiadas, em graus variados, pelos emergentes.

Os resultados em conta corrente, frutos do excepcional momento vivido pelo comércio global e pelo arranjo desequilibrado da economia mundial em vigor, também não podem ser entendidos sem se levar em conta os determinantes externos do ciclo financeiro – dado o componente financeiro no ciclo de preços de *commodities* que responde por grande parte da melhora nos saldos comerciais (como será visto no item seguinte). E a acumulação de reservas, nessa situação, surge como desdobramento da combinação de ampla disponibilidade de financiamento e superávits em conta corrente. Os fluxos de capital fluem então em maior quantidade para países menos dependentes deles, num movimento de auto-reforço.

Mas o determinante maior do processo continua sendo externo, e se refere às condições propícias à abundância de liquidez global: as condições monetárias extremamente frouxas na Europa e Japão, acompanhadas pelas taxas de juros americanas que, antes de iniciar a trajetória de ascensão no segundo trimestre de 2004, permaneceram longo tempo em níveis historicamente baixos; mesmo após a contínua escalada das *fed funds*, a enigmática resistência dos juros longos a acompanhar a subida; a ausência de crises ou qualquer problema financeiro comparável aos do período anterior (ver SEÇÃO II).

Assim interpretado o ciclo recente, as conjecturas sobre sua duração e os efeitos de uma possível reversão se beneficiam mais de outro tipo de discussão, que emana de alguns dos que

²⁴ Melhorias vieram para ficar, diz El-Erian. Entrevista de Mohamed El-Erian a *O Estado de S. Paulo*, 30 out. 2005. A tese do “novo paradigma” foi apresentada em uma conferência em 2005, disponível em: <<http://www.pimco.com/LeftNav/LatestPublications/2005/ElErian05Speech05.2005.htm>>. Uma versão mais suave do argumento é dada pela análise já citada de Gómez (2006). A coluna *Buttonwood* do *Economist* (The third wave – this time, emerging markets are for real, Feb. 28th, 2006), também mais ponderada, fazia análise na mesma direção.

²⁵ Ver Roubini, N. Latin America: secular change leading to a new paradigm for growth or cyclical/external luck? 2005. Disponível em: <<http://www.rgemonitor.com/blog/roubini/91201>>. Mais recente e com tintas mais fortes, artigo do *Financial Times* (Why investors are deaf to the Latin American march of the populists, Apr. 6th, 2006), concentrava seu ceticismo quanto ao futuro da região nas novas formas de populismo que se disseminavam em meio ao bom momento e à complacência dos investidores.

relatam e louvam os recordes, mas também tratam de alertar para os riscos de reversão, ampliados pela cheia e pelo otimismo geral. O BIS (2006, p. 3-4) chama a atenção para um importante sinal da subestimação de riscos: a melhora generalizada nos prêmios de risco não se repete no que se refere à avaliação qualitativa dos devedores (*ratings*) – que apesar da melhora já citada, preserva diferenças importantes entre os países. Da mesma forma, a dispersão dos *spreads* é muito menor do que a dos *ratings*. Ou seja, parece haver algo além da melhora nos fundamentos a justificar a demanda pelos ativos dos emergentes, o que torna tais papéis sujeitos a movimentos abruptos de re-precificação. De forma mais explícita, os porta-vozes do IIF repetem o alarme quanto à não diferenciação entre os emergentes por parte dos devedores, feito sistematicamente há alguns trimestres.²⁶

Não se trata aqui de prognosticar crises iminentes nem de negar a óbvia melhora nas condições externas de quase todos os países – que os torna, em graus variados, menos suscetíveis a movimentos rápidos de “fuga para a qualidade” como os vistos várias vezes entre 1997 e 2002.²⁷ Mas parece fundamental lembrar que tanto na fase de melhora quanto na construção das condições para a reversão, a relação de causa e efeito entre os fundamentos e os fatores externos tende a ser confundida, e os elementos apontados como virtuosos costumam mudar, às vezes de forma abrupta, de posição, diante de uma mudança nas condições externas.

Seria surpreendente (e de certo modo já é) a continuidade do financiamento abundante em condições muito distintas daquelas que ensejaram o movimento – o que, como visto, podem significar riscos maiores em algum ponto futuro. Se esta interpretação estiver correta, alguns elementos parecem decisivos: (i) o ritmo e a intensidade de uma possível contração da liquidez global (além da tendência de alta das taxas de juros centrais, os desequilíbrios externos da economia americana também lideram a fila de candidatos a motivo principal da reversão); (ii) a íntima ligação entre o ambiente financeiro e o ciclo comercial, que será detalhada no item seguinte; (iii) a ainda profunda distância que separa os diferentes países emergentes entre si; e ligado a isso (iv) os resultados distintos que a fase de alta gerou em cada caso, particularmente no que se refere à taxa de câmbio.

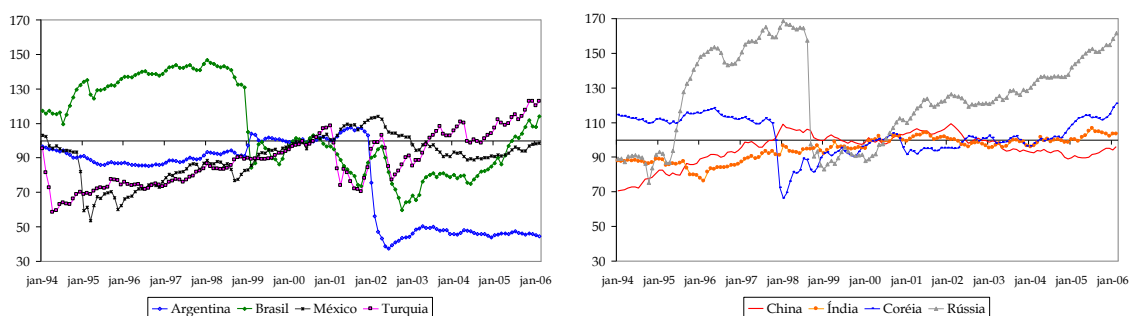
Este é, curiosamente, um fator interno cuja importância em um cenário de reversão tem sido aparentemente subestimada. Se no primeiro ciclo de liquidez o principal uso feito, na América Latina e em outros lugares, da ampla disponibilidade de recursos foi a implementação exitosa de programas antiinflacionários baseados na ancoragem cambial – regime afinal derrotado pelas fugas de capital mesmo nos casos asiáticos, em que cumpria função diferente –, agora as escolhas parecem menos uniformes.

²⁶ Private capital flows to emerging markets to continue at robust levels says New IIF Report. *Press Release*, Mar. 30, 2006.

²⁷ Em pontos isolados (e mais vulneráveis) nas primeiras semanas de abril de 2006 voltavam a surgir episódios de desvalorizações concentradas no tempo das moedas de México, Hungria e Turquia, entre outras. Ver Luchesi, C. P. Moedas dos emergentes perdem força. *Valor Econômico*, 12 abr. 2006. Junto delas, previsões de analistas da Merrill Lynch sobre possíveis desdobramentos da mudança no fator externo fundamental: “o argumento (...) é que o aperto monetário combinado no Japão, Europa e Estados Unidos vai reduzir a procura pelas moedas emergentes (...) os ganhos com *carry trade* (...) vão perder importância à medida que os juros nos países ricos forem subindo...”.

Gráfico 7

Taxa de câmbio efetiva real (divisa/moeda nacional, média 2000=100)

**Fonte:** BIS. Elaboração própria.

O Gráfico 7 ilustra, além das oscilações bruscas na época das crises, uma tendência de apreciação a partir de meados de 2003 que apresenta intensidades muito distintas. Enquanto a Argentina mantém uma moeda significativamente depreciada em relação à paridade vigente ao longo dos anos 1990 e China e Índia seguem uma estratégia de monótona estabilidade cambial de longo prazo, Turquia, Rússia e Brasil já apresentam níveis efetivos reais muito próximos àqueles vigentes nos momentos anteriores às respectivas crises. A relação destas tendências com o comportamento dos fluxos de capital (que, não há nenhum motivo para duvidar, ainda são em essência *money chasing yield*) pode ser esclarecida pelos movimentos mostrados na Tabela 4 e no Gráfico 8.

Tabela 4

Taxas nominais de juros de depósitos, médias anuais, em % a.a.

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Argentina	8,1	11,9	7,4	7,0	7,6	8,0	8,3	16,2	39,2	10,2	2,6
Brasil	5,175,2	52,2	26,4	24,4	28,0	26,0	17,2	17,9	19,1	22,0	15,4
China	11,0	11,0	7,5	5,7	3,8	2,3	2,3	2,3	2,0	2,0	2,3
Índia ⁽¹⁾	14,8	15,5	16,0	13,8	13,5	12,5	12,3	12,1	11,9	11,5	10,9
Coreia	8,5	8,8	7,5	10,8	13,3	7,9	7,9	5,8	4,9	4,3	3,9
México	15,0	39,8	26,4	16,4	15,5	11,6	8,3	6,2	3,8	3,1	2,7
Rússia	„	102,0	55,0	16,8	17,0	13,7	6,5	4,8	5,0	4,5	3,8
Turquia	87,8	76,0	80,7	79,5	80,1	78,4	47,2	74,7	50,5	37,7	24,3

(1) Taxas de empréstimos

Fonte: Banco Mundial. *World Development Indicators database online*. Elaboração própria.

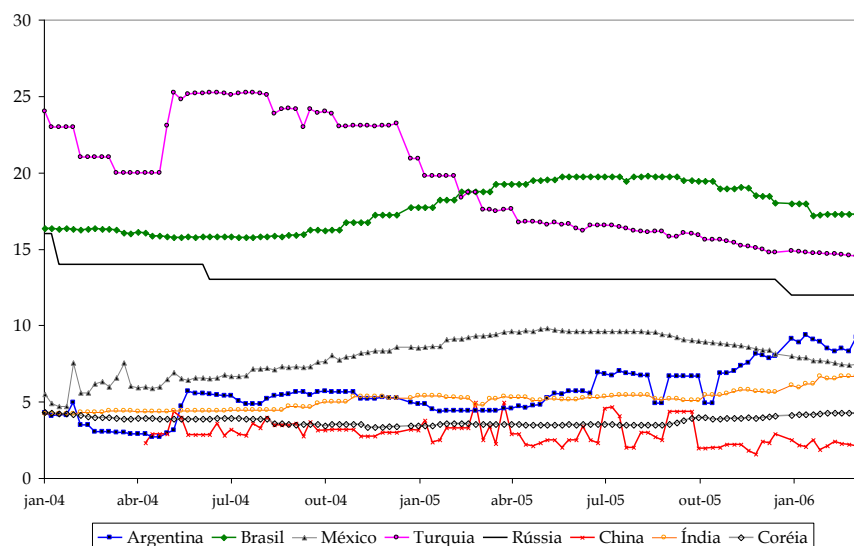
Como costuma acontecer, em fases de abundância de liquidez o “fator interno” que realmente importa (além da garantia das condições de entrada e saída) e que no presente ciclo vem determinando as trajetórias de apreciação cambial, é o diferencial de rendimentos – que se amplia nos casos em que, somando-se aos juros, a trajetória esperada do câmbio nominal indica apreciação adicional.²⁸ Ao olhar para frente, se é verdade que a maior resistência às reversões depende dos resultados da balança comercial, as tendências da taxa de câmbio em cada caso também deveriam

²⁸ Sobre a polêmica quanto aos determinantes da apreciação cambial brasileira no período recente, segue-se aqui o bom senso: não há como desvinculá-la das taxas de juros significativamente mais altas que nos demais emergentes. Ver a Seção IV para uma discussão do problema.

ser levadas em conta, dados os efeitos que costuma causar sobre a competitividade das exportações.²⁹ As peculiaridades do ciclo comercial em curso, analisadas a seguir, ajudam a compreender porque tais fatores pouco se destacam até agora.

Gráfico 8

Taxas nominais de juros de curto prazo efetivamente praticadas, em % a.a.



Fonte: *The Economist*. Elaboração própria.

3 Ciclo comercial

Em um ambiente de “finanças globalizadas”, marcado não apenas pelo aumento no volume dos fluxos de capital, mas também pela sua velocidade e pela redução (voluntária e involuntária, em alguns casos mais acentuada do que em outros) das possibilidades de controle nacional desses movimentos, parece clara uma preponderância dos movimentos financeiros em relação aos comerciais, no tocante ao setor externo dos países emergentes e aos seus efeitos internos, como visto acima. Mesmo subordinado, no entanto, o ciclo comercial também desempenha – e isso é mais verdadeiro para o período atual – papel relevante na determinação dos impulsos externos a essas economias, ampliando ou restringindo as possibilidades de crescimento e desenvolvimento. O longo período aqui acompanhado, neste aspecto, também carrega consigo a marca maior da liberalização – apesar da distância entre as ambições e os resultados das negociações multilaterais desde a Rodada Uruguai do GATT/OMC – e da sucessão de bons e maus períodos.

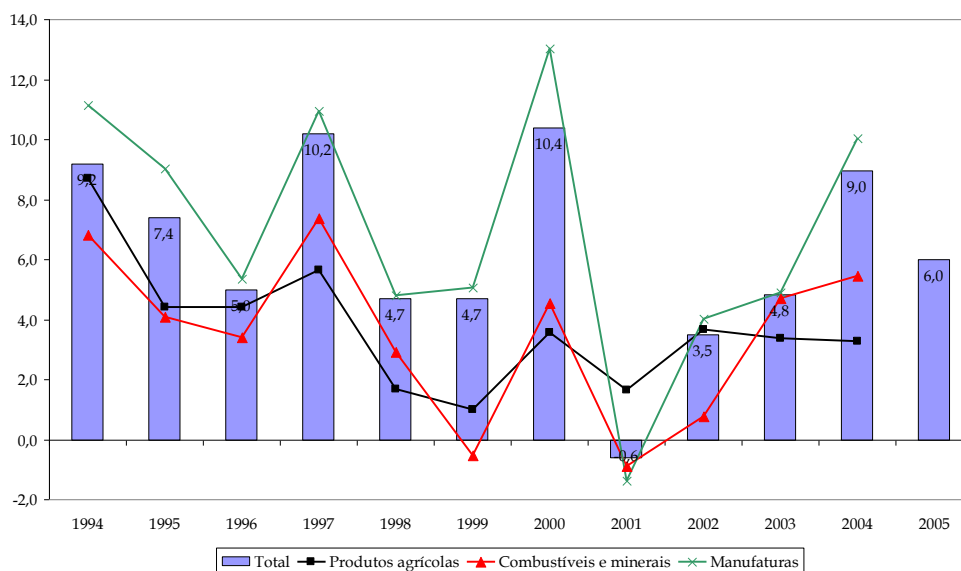
Uma primeira idéia destas condições é dada pelos indicadores do comércio mundial total, cujas taxas de crescimento anual, expressas em volumes, são mostradas no Gráfico 9. De forma menos nítida que em relação às tendências de crescimento e de financiamento externo para os

²⁹ “Typically, very large inflows lift currency values in recipient countries and as these increases feed through to export prices, current account surpluses tend to deteriorate, making the so-called ‘fundamentals’ appear less attractive. If this dynamic causes investors’ perception to shift – as happened in Mexico in 1994 and Asia in 1997 – portfolio capital can be withdrawn as quickly as entered and the resulting outflows may ignite a new round of financial turmoil.” (D’Arista, J. Another year awash in liquidity. *Capital Flows Monitor*, Financial Markets Center, Apr. 27th, 2006.

emergentes, manifesta-se no comércio global a sucessão de três etapas, que correspondem aproximadamente aos períodos utilizados para as outras variáveis. Até 1997, o volume das trocas internacionais de mercadorias cresce a taxas altas que, se não constantes, são em média mais elevadas do que as do período subsequente (entre 1998 e, no caso, 2001, com um pico isolado em 2000). A partir de 2002 se inicia o movimento ascendente que atingiria seu ápice em 2004, com o número de 2005 já em patamar inferior que, segundo as previsões ainda bastante incertas da OMC para 2006, deve voltar a subir para 7% diante da perspectiva de crescimento da economia global.³⁰

Gráfico 9

Taxas anuais de crescimento do comércio global, total e por grandes categorias, volumes, em %



Fonte: OMC. *International Trade Statistics*, 2005. Elaboração própria.

Em termos setoriais, os dados de volume indicam, no período mais longo, uma correlação bem mais alta entre o movimento geral e o do comércio de manufaturados – o que poderia sugerir um benefício maior, no ciclo atual, aos países cujas pautas de exportação e importação dependem menos das outras categorias. Pela Tabela 5 é possível verificar que os asiáticos em geral possuem parcela de manufaturados nos seus totais exportados muito superior à dos latino-americanos, e que países como Argentina e Rússia (muito dependentes, respectivamente, de alimentos e de combustíveis e minerais), têm os resultados de sua balança mais atrelados a categorias cujo dinamismo, em volume, é menos intenso nas fases de alta.

³⁰ OMC. *World Trade 2005, Prospects for 2006. Press Release*, Apr. 11th, 2006.

Tabela 5
Exportação (acima) e importação (abaixo), participação relativa de cada categoria nos totais,
média 1994-2003, em %

	Alimentos e MPs agrícolas	Minerais e metais	Combustíveis	Manufaturas
América Latina e Caribe	20,6	6,4	15,8	56,4
Leste asiático e Pacífico	11,8	2,1	6,6	78,0
Argentina	51,1	2,5	13,5	32,1
Brasil	32,7	9,4	2,3	54,4
China	7,9	1,9	3,2	86,8
Índia	16,7	3,2	2,7	75,5
México	6,8	1,7	9,5	81,7
Rússia	4,9	10,0	47,3	23,4
Turquia	17,2	2,5	1,2	78,3
América Latina e Caribe	10,0	2,2	6,3	79,6
Leste asiático e Pacífico	8,2	3,9	7,0	78,5
Argentina	6,7	2,2	3,5	87,1
Brasil	10,8	3,0	13,3	72,8
China	9,1	4,8	6,0	79,3
Índia	9,5	5,9	28,7	51,9
México	8,0	2,2	2,5	83,9
Rússia	19,7	2,1	2,6	51,5
Turquia	9,3	4,9	13,2	69,8

Fonte: Banco Mundial. *World Development Indicators database online*. Elaboração própria.

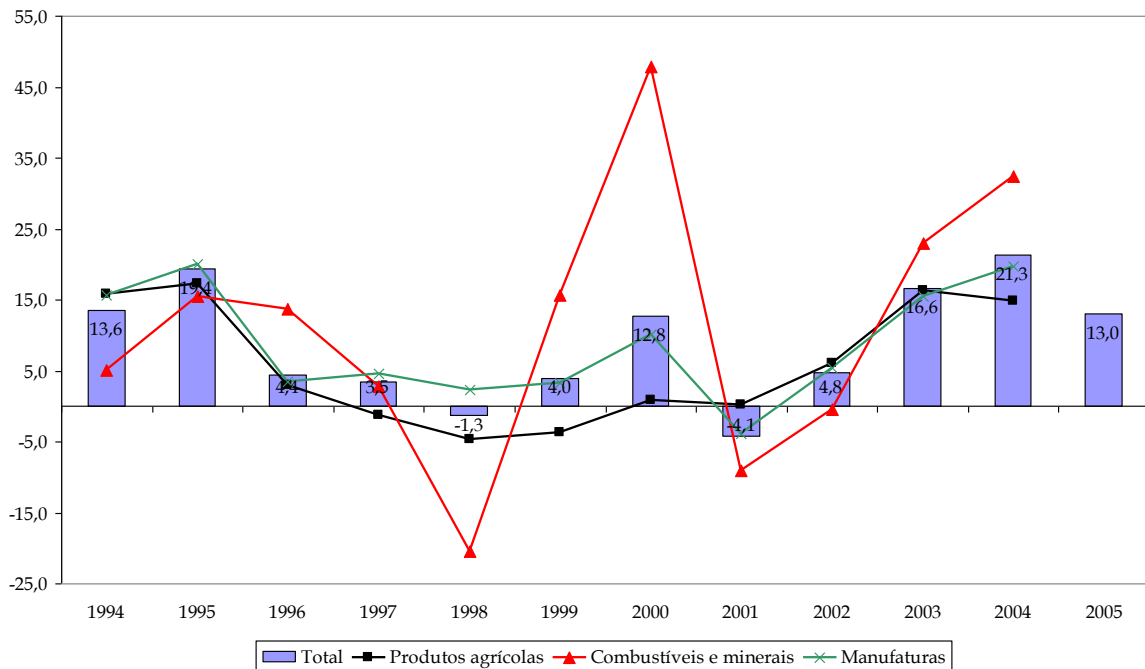
Porém, não há como compreender o ciclo atual, suas diferenças em relação aos anteriores e a distribuição de benefícios, sem levar em conta os valores do comércio mundial, mostrados no Gráfico 10. Também desacelerando em 2006, a média do crescimento nesse último triênio é significativamente maior do que na etapa anterior e supera aquela verificada nos quatro anos encerrados em 1997. Por outro lado, mesmo na ausência dos dados setoriais para 2006, é possível notar uma menor dispersão dos movimentos entre as três grandes categorias no período recente do que nos anteriores, com a elevação sendo liderada com folga por combustíveis e minerais.

Estes traços são nítidas demonstrações do que talvez seja a principal característica do ciclo comercial atual: o comportamento dos preços e, dentro destes, o das *commodities* agrícolas e minerais.

A apresentação das tendências para os preços de *commodities* no comércio internacional, feita nas duas partes do Gráfico 11, permite identificar as diversas faces do movimento. Em primeiro lugar, tomando o índice Reuters-Jefferies CRB apresentado na parte esquerda, chama atenção a excepcionalidade histórica do momento vivido a partir de 2003 (com o início da recuperação se dando no primeiro trimestre de 2002): o patamar atingido agora não é apenas três vezes superior ao período base de 1982, mas também se situa cerca de 30% acima do maior pico anterior, datado do terceiro trimestre de 1997.

Gráfico 10

Taxas anuais de crescimento do comércio global, total e por grandes categorias, valores, em %

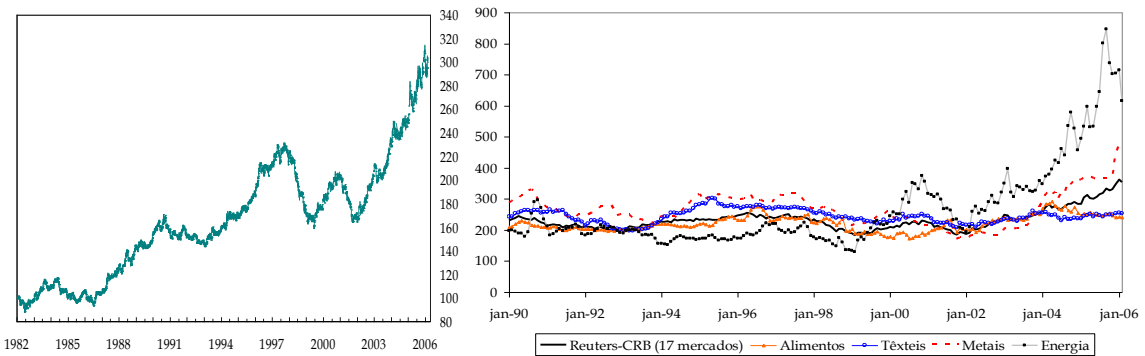


Fonte: OMC. *International Trade Statistics 2005*. Elaboração própria.

Quando este movimento geral é decomposto em diversos subíndices também calculados pelo *Commodity Research Bureau* e apresentado na parte direita do gráfico a partir de 1994, os principais condutores da alta histórica se sobressaem: os combustíveis e os metais, com os preços dos têxteis não divergindo muito da média da última década e os dos alimentos, apesar de superiores ao período 1998-2002, dando a impressão de já terem ultrapassado o pico neste ciclo recente (situado no primeiro trimestre de 2004, em patamar cerca de 20% superior ao do final de fevereiro de 2006).

Gráfico 11

Preços de *commodities*: Reuters-Jefferies (esquerda, 1982=100) e subíndices (direita, 1967=100)



Fonte: Commodity Research Bureau. Elaboração própria.

Tratando do que já pode ser chamado de uma “primeira fase” (até o início de 2004) desse movimento recente de valorização das *commodities*, Prates (2004) identificava os traços distintivos do ciclo: a convergência entre os preços à vista e futuros (a identificar a persistência do movimento) e a abrangência da alta (que atingia as mais diversas modalidades de produtos). Quanto aos seus determinantes, dois eram os movimentos principais. De um lado, as condições macroeconômicas globais favoráveis, não apenas no que se refere à recuperação do ritmo da economia mundial, mas também à evolução e patamares de preços-chave como a taxa de juros americana (que incentivavam a demanda por este tipo de ativo por parte de fundos de investimento e demais aplicadores, inflando uma bolha especulativa, além de reduzirem o custo de carregamento dos estoques) e a taxa de câmbio do dólar (que, então em processo de depreciação frente ao euro e ao yen, tornava as *commodities*, cotadas nesta moeda, mais barata aos demandantes japoneses e europeus). Por outro lado, o efeito-China, decorrente do seu espetacular dinamismo dependente de alto conteúdo importado e principalmente de sua entrada na OMC em 2001, que representava uma mudança estrutural nas relações do país com o comércio global, impactando diretamente os mercados de *commodities*.³¹

Desde então, algumas mudanças se verificam: a abrangência da valorização já não é tão patente, com a distância entre combustíveis e metais/minerais em relação aos outros grupos se elevando; as condições monetárias, pelo menos nos Estados Unidos, já não são tão propícias à demanda especulativa e o dólar reverteu seu processo de depreciação desde meados de 2005.

Mas, como destaca outro analista em trabalho mais recente, há ainda em curso uma poderosa conjunção de fatores – que vão desde tendências longas como o crescimento populacional diante da oferta limitada de matérias primas até a política monetária *super-easy* dos três grandes bancos centrais do globo, passando pela forte demanda decorrente do crescimento de China e Índia, mais recentemente acompanhados pelo Japão – que não apenas deu prosseguimento ao “super ciclo” como também sinaliza sua continuidade.³² Além da possibilidade de um movimento repentino de realização de lucros a desmontar as cada vez maiores apostas neste mercado,³³ somente outras “forças externas” pareciam capazes de deter a tendência – entre elas uma reação tardia e, por isso mesmo, mais intensa da política monetária nos países centrais ao excesso de liquidez em curso e às crescentes pressões sobre os preços ao produtor, também um reflexo da inflação nas *commodities*.

Conclui-se então que também o bom momento pelo lado comercial, particularmente para aqueles países mais dependentes da exportação de *commodities*, também está em grande parte vinculado às possibilidades de manutenção das atuais condições monetárias e financeiras da economia global, tratadas anteriormente. Sem desprezar a sua importância, não parece o caminho mais adequado restringir aos “fatores reais” (principalmente a ascensão de China e Índia) a explicação sobre o ciclo comercial e, portanto, basear na expectativa de continuidade deste

³¹ Prates, D. O ciclo recente de preços das *commodities*. *Política Econômica em Foco*, Campinas, Cecon-IE/Unicamp, n. 3, maio/out. 2004.

³² Dorsch, G. The ‘commodity super cycle’ – How long can it last? 2006. Disponível em: <<http://www.sirchartsalot.com>>.

³³ O texto cita uma previsão do Barclays Capital de que o montante de recursos aplicados em mercados de *commodities* por parte de grandes fundos de investimento deve atingir US\$ 110 bilhões ao fim do ano, vindo de US\$ 70 bi em 2005, US\$ 45 bi em 2004 e apenas US\$ 15 bi em 2003.

movimento as apostas sobre uma mudança, estrutural, no comércio internacional, que inverteria uma tendência histórica e passaria a favorecer os países produtores de mercadorias com menor valor agregado.³⁴

4 China

Tem sido muito comum nos últimos anos – e as razões estão claras já nos números da Tabela 1 – chamar a atenção para o crescimento chinês como o destaque absoluto da fase atual de expansão global. De fato o seu desempenho quantitativo no período de doze anos terminado em 2005 é, sob qualquer ponto de vista, excepcional. Mas – e aqui o ponto a ser privilegiado – na ascensão daquele país há aspectos qualitativos tão ou até mais relevantes do que os captados pela simples comparação de taxas de expansão. Sem a pretensão de dar conta de todas as faces do “milagre chinês”,³⁵ poderiam ser elencados três grandes aspectos para a análise: (i) as principais características do seu crescimento acelerado; (ii) os seus impactos na economia global e particularmente sobre os demais países emergentes, e (iii) as perspectivas futuras – que há muito não dizem mais respeito apenas ao seu vasto território e à sua imensa população. A justificar tal atenção especial estão pelo menos duas razões bastante simples: a China tem sido, por paradoxal que possa parecer, o país que melhor aproveita a era da “globalização” e da hegemonia dos mercados para trilhar o (seu) caminho rumo ao desenvolvimento;³⁶ e por outro lado nenhum outro país emergente tem importância comparável na configuração daquilo que se descreveu acima, nos seus aspectos comercial e financeiro, como uma fase de excepcionais impulsos favoráveis aos países em desenvolvimento, após o primeiro ciclo da globalização ter se completado com a época de crises.

Começando pelas “razões do sucesso” chinês, a visão predominante entre as instituições e economistas mais convencionais é bem representada (ainda que com certo exagero) pelo primeiro e amplo estudo da OCDE dedicado ao país: a profunda reorientação das políticas econômicas das últimas décadas, através da eliminação de regras e atributos estatais nas mais diferentes esferas da atividade econômica, teria transformado a eficiência das empresas, criando uma grande economia

³⁴ Assim como em relação à continuidade dos fluxos de financiamento para emergentes, no que se refere aos efeitos e à duração do ciclo de *commodities* também não é difícil encontrar previsões de mudança estrutural por conta destes “fatores reais”. Em matéria da *Reuters* (Commodities hold key to economic power, Apr. 28th, 2006) a tese aparecia em todo o seu exagero já nas primeiras frases: “*Raw material resources will determine country rankings in the world economic pecking order in years to come as strong demand and limited supplies ensure commodity prices hold their upward trajectory. Hedge funds say demand for the commodities that countries produce, plus demand for their stocks, bonds and currencies, will likely dominate market and investor psychology for at least another 10 to 15 years.*”

³⁵ As questões relativas à crescente desigualdade de rendimentos, principalmente entre o campo e as cidades, o descontentamento social, os serviços de saúde e educação, os aspectos geopolíticos de sua ascensão, a degradação do meio ambiente, a ausência de reformas políticas em meio às econômicas, entre muitos outros, são temas deixados de lado aqui. Um exemplo da visão liberal ocidental sobre todas essas questões é fornecido no mais recente *survey* do *Economist* sobre o país (Balancing act, Mar. 25th, 2006).

³⁶ A Índia tem sido, por vezes de forma exagerada, equiparada à China enquanto potência ascendente e determinante das tendências econômicas globais (por exemplo, no TDR 2005, da Unctad). Independente da distância entre os dois casos, vale notar que também para esse país as lições tradicionais de liberalização, desregulamentação e abertura parecem ter sido assimiladas de forma bastante peculiar – ver a este respeito Velasco, S Reformas econômicas na Índia: discurso e processo. *Economia Política Internacional: Análise Estratégica*, Campinas, CERI-IE/Unicamp, n. 7., out./dez. 2005.

market-oriented, na qual o setor privado já jogaria o papel-chave.³⁷ O duplo movimento de liberalização e orientação externa, abandonadas as ilusões de um desenvolvimento autárquico e/ou “socialista”, é o eixo da explicação. Nesta linha, a continuidade do desenvolvimento dependeria de mais reformas liberalizantes: no arcabouço legal para a operação da iniciativa privada, na redução adicional do papel do Estado nas atividades produtivas e financeiras, na abertura financeira e na flexibilização do regime cambial.

Apesar de dominante, esta não é a única linha de análise. Parece inadequado menosprezar os aspectos geopolíticos que marcaram o início desta ascensão – a estratégia americana de isolamento e desgaste da ex-URSS e o fechamento do mercado central para o Japão, ambos na segunda metade dos anos 1980 –, assim como merece ocupar lugar central na análise a complexa tarefa (de afirmação da soberania sobre o território e integração da imensa população) encampada pelas autoridades locais e que depende de altas taxas de dinamismo e modernização industrial.³⁸ O recurso intenso – e a capacidade de atração – de vastos fluxos de Investimento Direto Estrangeiro, subordinados ao planejamento e controle estatais (em relação à localização, aos setores e à propriedade do capital, sob diversas formas de associação), também é elemento decisivo na estratégia.³⁹ A mão de obra mantida barata por conta da manutenção de baixos salários e da precariedade dos mecanismos de proteção social, o ritmo de crescimento alto e sustentável, o tamanho (atual e potencial) do mercado interno e a localização, na região asiática, de uma infinidade de cadeias produtivas se somam como determinantes principais dos fluxos de IDE para a região, a despeito dos elevados graus de “insegurança jurídica” que marcam o país – fator que, em outras partes do mundo, é por vezes alçada à condição de limitação principal ao investimento.

Em direção bastante distinta daquela que emana de leituras liberais do fenômeno, outro autor também conclui: se fosse possível falar em lições do sucesso chinês para as economias em desenvolvimento (ou em um “Consenso de Pequim”), elas certamente estariam vinculadas à necessidade de controlar as mudanças (seja através da alta prioridade dada à inovação, seja pela busca de um crescimento equilibrado e sustentado), e à necessidade de autodeterminação e escolha dos próprios caminhos, ao invés das receitas prontas.⁴⁰ Como também destaca Rodrik (2005), a marca da experiência chinesa é uma incorporação lenta, gradual e controlada dos mecanismos de mercado a uma economia com enormes peculiaridades e que, mesmo decidindo se inserir (de maneira soberana e no papel de protagonista, como hoje é consenso) na economia internacional “globalizada”, se distingue tanto das estratégias de abertura e liberalização rápida e geral das

³⁷ OECD. *Economic Surveys*, China, v. 2005/13, Sept.

³⁸ Ver, entre outros trabalhos do mesmo autor, Medeiros. China: entre os séculos XX e XXI. In: Fiori, J. L. (Org.). *Estados e moedas no desenvolvimento das nações*. Petrópolis: Vozes, 1999.

³⁹ Acioly, L. *Brasil, China e Índia: o investimento direto externo nos anos noventa*. Tese (Doutoramento)-Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2004.

⁴⁰ Ramo, J. C. *The Beijing Consensus*. The Foreign Policy Centre, 2004. Ali se lê (p. 11 e nota 11, em tradução livre): “Não há *ceteris paribus* na China, e isto destrói a análise tradicional. (...) Os resultados e intenções raramente coincidem neste novo mundo em rápida transformação. (...) quando as novas políticas causam ou possibilitam mudanças, estas mudanças são essencialmente imprevisíveis, e é por isso que a China freqüentemente exhibe o fenômeno ‘dois passos a frente, um atrás’ – por essa razão o Estado reluta em abrir mão das suas ‘ferramentas de poder’ coercitivo. Como o governo poderia reverter os desenvolvimentos indesejáveis, ou reduzir o ritmo da mudança, sem elas?”

economias em transição do leste asiático quanto das reformas latino-americanas consagradas no “Consenso de Washington”.⁴¹

Assim, nesse plano mais geral, a perspectiva aqui privilegiada é a que entende a ascensão econômica da China como dirigida por uma “... estratégia política de longo prazo, na qual a adesão aos mecanismos de mercado para regular parcelas crescentes do mundo da produção e da distribuição da riqueza, é um instrumento do objetivo maior da modernização (...) e não um fim em si mesmo determinado pela adesão a uma pretensa (e definitiva) ordem liberal do mundo pós-guerra fria”.⁴²

Quanto à estratégia macroeconômica, principalmente no ciclo mais recente (a partir de 1994), parece jogar papel fundamental o ainda reduzido grau de abertura financeira e o arranjo de políticas de curto prazo, amplamente favoráveis ao alto crescimento: manutenção da estabilidade e competitividade da taxa de câmbio, condições monetárias bastante relaxadas (auxiliadas, no controle de preços, por instrumentos não convencionais como políticas de rendas e controle de salários) e um uso prudente e anticíclico da política fiscal.⁴³

Esse heterodoxo *mix* de política econômica, junto às (nem sempre honrosas do ponto de vista social) vantagens competitivas na atração dos fluxos de IDE, ajuda a garantir o ambiente extremamente favorável ao investimento e às exportações, que neste país ocupam sem sombra de dúvidas a posição de motores do crescimento. No Gráfico 12 se observa, de 1994 a 2004, não apenas as taxas elevadas de crescimento da formação bruta de capital fixo (em média 12,6% a. a.) mas também a sua inusitada participação no PIB (37,6% em média, com acentuado ganho relativo ao longo do período, superando inclusive o consumo privado como maior item de demanda), assim como o peso (26,6% do PIB em média, também crescente) e o dinamismo (15,8% a.a. em média, com pico de mais de 30% em 2004) das exportações de bens e serviços. São assim os dois atores principais do espetáculo chinês.

A se destacar, sobre o peso e o crescimento do investimento, o papel exercido pelo IDE e pelo sistema público de financiamento, que em meio ao relaxamento monetário canaliza de forma “reprimida” recursos para as inversões prioritárias (notadamente em infra-estrutura) e eleva as preocupações dos que enxergam no acúmulo de empréstimos podres (*non-performing loans*) uma das grandes ameaças ao futuro econômico do país (como será visto adiante).

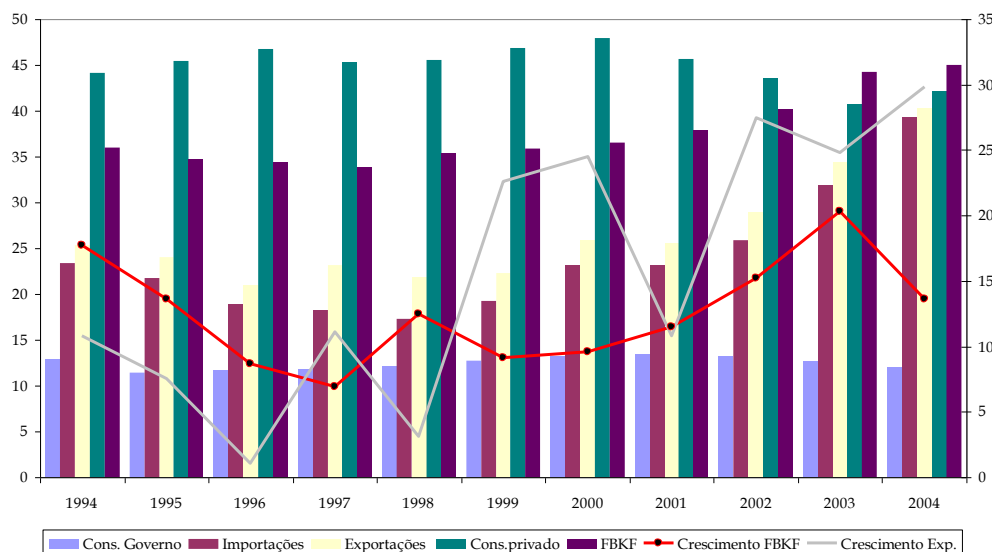
⁴¹ Rodrik, D. Growth strategies. In: Aghion, P.; Durlauf, S. (Ed.). *Handbook of economic growth*. North-Holland, 2005.

⁴² Cunha, A. M.; Biancareli, A. M.; Prates, D. M. A diplomacia do yuan fraco (artigo a ser apresentado no XI Encontro Nacional de Economia Política, Vitória-ES, 13 a 16 jun. 2006).

⁴³ UNCTAD. *Trade and Development Report 2005* – New features of global interdependence. Principalmente capítulo I, seção E. Na mesma linha, com detalhamento muito maior, Flassbeck, H. et. al. China’s spectacular growth since the Mid-1990s – Macroeconomic conditions and economic policy changes. In: UNCTAD. *China in a globalizing world*. New York and Geneva: United Nations, 2005.

Gráfico 12

PIB chinês: componentes da demanda (eixo esquerdo) e taxas de crescimento anual (eixo direito), 1994-2004, em %

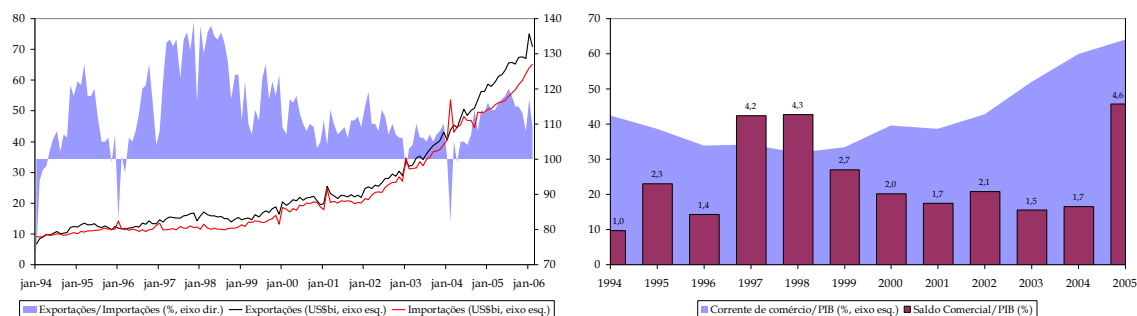


Fonte: Banco Mundial. *World Development Indicators database online*. Elaboração própria.

Em relação ao outro grande componente (à parte o consumo privado), como também é fácil visualizar no gráfico, a alta participação das vendas externas é seguida de perto – inclusive na acentuada elevação dos patamares a partir de 2001 – pelo peso das compras, o que remete a outro traço distinto e fundamental da economia chinesa: os enormes volumes de importação, que resultam em geral em saldos comerciais relativamente pequenos, diante do tamanho do país e de sua corrente de comércio (soma de exportações e importações em relação ao PIB). O Gráfico 13 ilustra esses e outros aspectos quantitativos da balança comercial chinesa (aqui, apenas de bens): as vendas se situam acima das compras externas na maior parte do tempo entre 1994 e o início de 2006, ainda que o saldo se eleve em relação ao PIB apenas nos anos de 1997, 98 e 2005 e que, em termos absolutos, esse resultado líquido tenha dado um salto significativo apenas no último ano (passando dos US\$ 25,5 bilhões de 2003 e US\$ 31,9 bilhões em 2004 para US\$ 102,1 bilhões).

Gráfico 13

Comércio exterior chinês, 1994-2006: indicadores selecionados



Fonte: FMI. *World Economic Outlook database*, Apr. 2006; OCDE. *Main Economic Indicators*. Elaboração própria.

Além deste descolamento recente, ao qual se voltará adiante, o que chama a atenção nos gráficos é a trajetória de agressiva integração do país ao comércio global, em muito acentuada a partir de 2001 – ano que marca sua adesão à Organização Mundial do Comércio: se a corrente de comércio era, em 2005, 65% maior do que quatro anos antes em relação ao PIB, em dólares correntes ela já movimentava um total 2,8 vezes maior. E, mais importante, suas importações em 2005 (US\$ 660,1 bilhões, que lhe deram o terceiro lugar no *ranking* global de compradores) também mais do que duplicaram (2,7 vezes) desde então.

Mais do que uma grande potência exportadora, a China é então um formidável eixo de transmissão (e amplificação) dos impulsos do comércio global. Como apontado na SEÇÃO I, a Ásia industrializada e particularmente a China se transformaram, por conta da migração da estrutura produtiva americana, em etapa fundamental das cadeias globais. Para suprir a voraz demanda dos países centrais, a China se abastece, por um lado, de componentes e insumos de alto valor agregado e conteúdo tecnológico nos seus vizinhos asiáticos e, por outro, de matérias-primas e insumos agrícolas, metálicos e minerais – demanda decorrente não apenas de seu vasto e crescente parque industrial e dos vultuosos investimentos em infra-estrutura, mas também da impossibilidade, por conta das dotações naturais, do abastecimento interno de sua população.

O superávit bilateral com os Estados Unidos (US\$ 114 bilhões em 2005)⁴⁴ e com a Europa (US\$ 74 bi) se transforma em déficit de quase US\$ 22 bilhões com o conjunto da Ásia (com destaque para Taiwan, US\$-58 bilhões; Coreia, US\$-41,7 bilhões; Japão, US\$-16 bilhões e Malásia, US\$-9 bilhões). Em termos percentuais, enquanto Estados Unidos e Europa somavam 42% das exportações, não chegavam a 20% das importações; estas dominadas (56%) por fornecedores asiáticos, sendo 15% para o Japão e 12% para a Coreia. Este é o primeiro e segundo elos da engrenagem, que liga os impulsos do centro a uma vasta região já industrializada da periferia. Em termos setoriais, a principal demanda em relação a esse grupo eram os produtos manufaturados, 75% da pauta importadora chinesa, concentrada em máquinas e equipamentos de transporte (44%) e químicos (12%).

O terceiro elo é aquele da China com os fornecedores de produtos primários, que representavam em 2005 25% das compras do país, subdivididos em 7% para produtos agrícolas, 18% para minerais e 10% para combustíveis. Regiões tradicionalmente produtoras de tais mercadorias representam parcela ainda menor – América Latina com 4,1%, sendo 1,5% do Brasil; África com 3,2%; Rússia com 2,4% e Oriente Médio com 4,7%. Mesmo estes reduzidos percentuais, diante de um total de importações de mais de US\$ 660 bilhões e que cresce na velocidade vista acima, representam grande parte dos “fatores reais” por trás da ascensão em curso dos preços de *commodities* – e portanto do bom desempenho exportador que conduz à melhora generalizada nas contas externas dos emergentes.

Já pelo lado financeiro, a importância chinesa no ciclo recente reside em grande parte nas conseqüências de sua estratégia externa, de atração do investimento direto estrangeiro (e cada vez mais das outras modalidades de fluxos de capital) e manutenção da taxa de câmbio em níveis competitivos. Um dos resultados desta opção já foi apresentado no Gráfico 5: um estoque de

⁴⁴ Os dados deste e os do próximo parágrafo foram extraídos da compilação feita no recém-lançado *China Trade Policy Review*, da OMC, disponível em: <http://www.wto.org/english/tratop_e/tpr_e/tp262_e.htm>.

reservas internacionais que, já tendo superado o total japonês, caminha rapidamente para superar US\$ 1 trilhão de dólares. Como discutido nas seções 1 e 2, essa massa de riqueza confere ao país (e aos demais BCs asiáticos carregados em reservas) um inusitado peso na manutenção da ordem financeira global, o que leva à sugestão de um “acordo implícito” entre a economia central deficitária e a emergente financiadora (indefinidamente) de tal déficit através da aplicação das reservas nos títulos em dólar.⁴⁵ Independente da correção ou não da hipótese, e da previsão otimista, parece claro que a manutenção das taxas longas de juros no centro em patamares relativamente baixos, em meio à elevação das *policy rates*, se deve pelo menos em parte às decisões de alocação internacional dos recursos por parte desse novíssimo ator relevante nas finanças globais.

Olhando para frente, a especulação a respeito do futuro da economia chinesa – e com ele, se estiver correta a linha seguida até aqui, parte significativa dos impulsos favoráveis aos emergentes – passa pela discussão dos desafios relativos aos mesmos aspectos até aqui resumidos.

Em primeiro lugar, os problemas relativos à dinâmica interna de crescimento. Com as taxas de investimento em capital fixo crescendo a mais de 10% a.a. em média há mais de dez anos, quase sempre acima do já elevadíssimo ritmo do PIB, é pelo menos provável que algum excesso de capacidade esteja sendo gerado. Por outro lado, a sustentar (ou talvez prolongar além da conta) esse *boom* de investimento, o sistema financeiro e a já mencionada desconfiança generalizada quanto à sua saúde também representam importantes pontos de interrogação. Um evento na ponta da trajetória aqui descrita – a elevação das taxas de juros de empréstimos, de 5,58% a. a. para 5,85% a.a. em 27 de abril de 2006 – ajuda a refletir sobre o que um respeitado analista da conjuntura chinesa chamou de “armadilha macro”.⁴⁶

Diante da aceleração do crescimento no primeiro trimestre de 2006 – expansão contra o mesmo período do ano anterior de 10,2%, vindo de 9,9% nos três meses finais de 2005 – da manutenção do elevado ritmo do investimento e do descontrole do ritmo da expansão do crédito,⁴⁷ o governo retomava uma tentativa (já utilizada sem sucesso em outubro de 2004) de controlar o superaquecimento através de medidas monetárias. As dificuldades para atingir tal objetivo, no entanto, passavam pelas motivações mais diretas do excesso de liquidez nos bancos: o *boom* exportador e as expectativas de apreciação adicional da moeda, que resultavam em fortes influxos de moeda estrangeira no país e, dada a intervenção estatal no mercado de câmbio, acabava ampliando a oferta de moeda local e mantendo as taxas de juros baixas. Esse excesso, canalizado para o setor imobiliário, em um processo de elevação de preços que levanta suspeitas da formação de uma bolha (com intensa participação de investidores estrangeiros e companhias industriais), adicionava vulnerabilidades à saúde dos grandes bancos – e com elas o risco de um *hard landing*.

⁴⁵ Ver, entre outros trabalhos mais recentes dos mesmos autores, Dooley, M.; Folkerts-Landau, D.; Garber, P. *The revived Bretton Woods system: the effects of periphery intervention and reserve management on interest rates and exchange rates in center countries*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2004. (NBER Working Paper, n. 10332).

⁴⁶ Xie, A. China: macro tightening, property bubble and systemic financial risk. *Morgan Stanley Global Economic Forum*, Apr. 28th, 2006. Ver também *The Economist*. Struggling to keep the lid on. Apr. 27th, 2006.

⁴⁷ National Bureau of Statistics of China. *Good start for national economy in the first quarter of 2006*. Apr. 20th, 2006. O crescimento do investimento em ativos fixos foi de 27,7% contra o mesmo período do ano anterior (ritmo 4,9% mais alto do que naquela data), e o total de empréstimos efetuados pelo sistema financeiro já atingia o total planejado para todo o primeiro semestre.

Uma das soluções propostas para a armadilha (Xie, 2006) seria a elevação dos custos de produção através da remoção de uma série de “subsídios” em cima dos quais opera a máquina chinesa: tratamento tributário favorável às exportações, níveis salariais e condições de trabalho extremamente prejudiciais aos trabalhadores, exigências ambientais muito tímidas. Isto provocaria na prática uma apreciação da taxa de câmbio efetiva real que, ao reduzir o impacto das exportações e das expectativas de apreciação, tenderia a reduzir a pressão baixista sobre as taxas de juros. Quanto aos impactos disto nos determinantes do crescimento – já que seria de se esperar uma queda nos investimentos e nas exportações líquidas – a elevação da renda dos trabalhadores e do setor público que as mudanças provocariam poderia dar origem a um aumento do consumo privado e do gasto público. Por esse caminho (aparentemente de difícil implementação por alterar elementos centrais da estratégia chinesa de crescimento) se atingiria a desejada redistribuição das fontes de dinamismo, em benefício da demanda interna (pública e privada) – até aqui dificultado por um lado pela baixa carga tributária do país e por outro pela precariedade (e alto custo) dos serviços sociais básicos e pela ausência de qualquer sistema de aposentadorias. A elevação do gasto público, particularmente na montagem destes equipamentos sociais – intenção oficialmente anunciada recentemente – teria então essa dupla função de fomentar fontes alternativas de demanda.⁴⁸

A outra saída possível para a armadilha macro seria aceitar uma apreciação da taxa de câmbio nominal maior do que os 3,5% verificados de julho de 2005 (quando é deixada para trás uma década de cotação nominal rigidamente fixada em 8,28 yuan por dólar) a meados de abril de 2006. Motivos para tal providência não faltam, mas também sobram possíveis problemas. Entre os primeiros, a explosão do saldo comercial em 2005 e a forte entrada de capitais de curto prazo “especulando a favor” da moeda local (que como visto alimentam o superaquecimento da economia e os riscos para o sistema financeiro), e as pressões americanas (agora acompanhadas oficialmente das declarações do G-7), que põem na competitividade “artificialmente” conquistada dos produtos chineses grande parcela da culpa pelo seu desequilíbrio externo e também pelos problemas decorrentes para a economia global.

Porém, como já argumentado outras vezes, a resistência do país à apreciação de sua moeda e à passagem para um regime de câmbio flutuante – ou o que vem se mostrando um ajuste gradual e adaptativo, mais um sinal de boa vontade diante das pressões externas do que uma adesão às supostas vantagens da flexibilidade – deve ser entendida à luz do papel ocupado por esse elemento na estratégia de longo prazo perseguida até aqui e pela qual ascendeu ao posto que ocupa hoje.⁴⁹

Deixar este preço-chave flutuar ao sabor do mercado (o que certamente redundaria em forte apreciação nas atuais circunstâncias) significaria em primeiro lugar uma ameaça contracionista a curto prazo: é outra saída que teria como possível conseqüência o temido *hard landing*, pela redução da rentabilidade dos setores exportadores e principalmente por conta dos efeitos potenciais no

⁴⁸ Sobre a carga tributária, as receitas totais são estimadas em apenas 17,6% do PIB para 2005 (Banco Mundial. *China Quarterly Update*. Feb. 2006). Sobre a ligação entre a inexistência de sistemas de seguridade e serviços sociais, elevadas taxas de poupança e os problemas decorrentes para as fontes do dinamismo, ver *The Economist*. Keep growing – easier said than done. Survey of China, Mar. 25th, 2006.

⁴⁹ Ver Cunha; Biancareli; Prates (2006), artigo no qual a análise aqui feita do câmbio chinês está largamente baseada, e também Biancareli, A. M. Para onde vai a China? *Política Econômica em Foco*, Campinas, Cecon-IE/Unicamp, n. 5, nov./abr. 2005. (Suplemento, n. 6).

equilíbrio patrimonial dos grandes bancos, recapitalizados nos últimos anos com ativos denominados em dólares. Além disso, a mudança significaria abrir espaço para um grau muito maior de especulação e a introdução de um nível até aqui inexistente de incerteza em toda a cadeia de relações comerciais e produtivas estabelecidas na região asiática. A “perseguição” de perto dos movimentos do yuan desde a tímida flexibilização, por parte de outras moedas como o *ringgit* malaio e o dólar de Cingapura, atestam a importância conferida a essa paridade.

Mas mesmo em relação aos países centrais a apreciação e instabilidade também podem trazer menos benefícios do que fazem crer as pressões americanas. Os possíveis impactos inflacionários, no centro, de um aumento dos custos dos insumos originados na Ásia se somam aos possíveis impactos financeiros – inclusive as alterações que poderiam ocorrer no mecanismo de financiamento “automático” dos déficits externos americanos: com uma ligação menos rígida entre o yuan e o dólar, seriam reduzidos os incentivos para a aquisição de ativos dos Estados Unidos por parte do banco central chinês (e provavelmente dos outros da região). Com o mecanismo de *Bretton Woods II* posto em xeque, o cenário favorável em termos de liquidez internacional seria, também por esta via, ameaçado.

Todos estes elementos só reforçam a complexidade dos desafios postos à gestão macroeconômica na China, e indicam também o quão relevante se tornaram as suas questões internas para a economia global – e para os emergentes em particular.

Uma última dúvida, a complicar ainda mais as previsões de impulsos favoráveis “eternos” oriundos daquele país, diz respeito a uma outra tendência, mais incerta, mas que explica em parte a explosão do saldo comercial em 2005: as transformações estruturais substituidoras de importações, que transformam o país de importador em auto-suficiente ou mesmo exportador em setores particularmente importantes para vários dos emergentes até aqui beneficiados.⁵⁰ Para além das *commodities*, mesmo naqueles setores de manufaturados de maior conteúdo tecnológico, o país aposta na capacidade de aprender, copiar e posteriormente competir, inclusive com as empresas que originalmente atrai. A exigência dos investimentos em pesquisa e desenvolvimento por parte das multinacionais, e o próprio esforço de constituição de um sistema nacional de inovação sinalizam na direção da complexificação da estrutura industrial e do enriquecimento tecnológico de sua pauta exportadora.⁵¹ Trata-se de um movimento incerto e sujeito a muitas dificuldades (inclusive as decorrentes da resistência das grandes multinacionais a localizar em uma filial os seus investimentos de ponta). Porém, as últimas décadas recomendam não desconfiar da capacidade chinesa de construir e garantir – através de políticas, atração de investimentos e postura agressiva nas arenas internacionais de negociação – formidáveis vantagens comerciais. A se confirmar a tendência, o “efeito-China” pode, dentro de um prazo não muito longo de tempo e para uma

⁵⁰ O *Economist* chamava a atenção para a inversão do sinal da presença do país nos mercados de *commodities* (citando especificamente aço, alumínio e cimento, em que o país já é exportador, mas também comentando sua demanda mais fraca por petróleo), e algumas possíveis conseqüências: “... the popular perception of China as an insatiable commodity-guzzler is now too simple (...) Until now, China's surging exports of manufactured goods have at least partly been balanced by its strong imports of raw materials. If it now starts to export commodities and basic goods as well, trade tensions can only worsen. Steel could follow textiles as the next flashpoint.” (From accelerator to brake, Oct. 8th, 2005).

⁵¹ Ver Souza, R. Alguns aspectos da ciência e tecnologia na China. *Economia Política Internacional: Análise Estratégica*, Campinas, CERI-IE/Unicamp, n. 5, abr./jun. 2005.

quantidade crescente de países, se transformar em sinônimo muito mais de competição desigual do que de impulsos favoráveis.⁵²

Considerações finais

Grande parte do esforço realizado procurou demonstrar um fenômeno bastante simples: a conexão e a simultaneidade de eventos macroeconômicos em três frentes, no que toca aos países emergentes: o dinamismo interno, as condições de financiamento externo e o comércio internacional. Estas considerações finais podem ser iniciadas com outro tipo de coincidência: as idéias também costumam apresentar movimentos cíclicos, e não é raro estas acompanharem de perto o movimento daqueles eventos.

Nos últimos anos têm-se assistido a uma proliferação de explicações e previsões bastante otimistas sobre o futuro dos países emergentes, e também do mundo modificado pela presença deles. De um lado aparecem projeções, com base em modelos neoclássicos de crescimento de longo prazo – e portanto com suposições críticas a respeito dos “fatores de crescimento”: estoque de capital, força de trabalho, escolaridade, tecnologia, produtividade, etc. – de uma triunfal ascensão das grandes nações emergentes, que em algumas décadas ameaçariam a estrutura de poder econômico global vigente.⁵³ De outro, dirigindo-se a um público mais amplo, a defesa das vantagens da globalização assume nova roupagem a partir dos efeitos da ascensão chinesa e indiana, com impactos de longo prazo extremamente favoráveis.⁵⁴ Dentro do mesmo “espírito de época” podem ser enquadradas análises de natureza muito distinta: as idéias de mudança estrutural nos países emergentes, ou o “novo paradigma”, que os teria tornado imunes a qualquer reversão cíclica por conta da melhora nos seus fundamentos internos e/ou pela longa duração prevista do ciclo de preços das *commodities*. E mesmo o sentido geral do que tem sido chamado de “hipótese de Bretton Woods II” também carrega as marcas do otimismo: a disposição infinita dos bancos centrais asiáticos ao financiamento dos desequilíbrios da economia central teria varrido do mapa as possibilidades de correções abruptas enquanto durasse o “acordo implícito”.

Não deixa de ser irônico o fato de China (e outros alunos menos aplicados da cartilha da liberalização) serem motivos da reabilitação de argumentos um tanto enfraquecidos pelos acontecimentos anteriores. Um pequeno recuo no tempo revelaria um outro ambiente, no qual, mesmo internamente aos círculos *mainstream*, a crítica dura às promessas não cumpridas da era de abertura e liberalização, principalmente aquelas endereçadas aos países em desenvolvimento, se fazia ouvir em alto e bom som⁵⁵ e, entre os especialistas em finanças internacionais, formidáveis novidades teóricas iam sendo formuladas: as moedas de alguns países seriam marcadas por um

⁵² Em entrevista à *Folha de S. Paulo* (Para economista, China gera choque igual ao da abertura, 16 abr. 2006), Maurício Mesquita Moreira encerra suas conclusões com uma previsão não muito animadora: “existe coincidência grande entre as coisas que o Brasil exporta e a China exporta. Se olharmos só a indústria, nós certamente estamos na linha de tiro”. Esforços no mesmo sentido da identificação de riscos (muito mais do que oportunidades) para a indústria brasileira aparecem também em matérias da *Gazeta Mercantil* (30 mar. 2006).

⁵³ Wilson, D.; Purushothaman, R. Dreaming with BRICs: the path to 2050. Goldman Sachs. Oct. 2003. (Global Economic Papers, n. 99) e Hawksworth, J. *The World in 2050: how big will the large emerging market economies get and how can the OECD compete?* PriceWaterhouseCoopers.

⁵⁴ Friedman, T. *O mundo é plano* – uma breve história do século XXI. São Paulo: Objetiva, 2005.

⁵⁵ Stiglitz, J. *A globalização e seus malefícios*. São Paulo: Futura, 2002.

defeito de origem, as suas estruturas passivas e ativas seriam sujeitas a estranhos descasamentos, ou eles seriam vítimas de uma doença recém-descoberta: a intolerância ao endividamento.⁵⁶

Mais um passo atrás e nova mudança de clima seria perceptível: os novos ares geopolíticos no mundo e a revolução nas telecomunicações haviam decretado o fim das fronteiras nacionais e das possibilidades de desenvolvimento autárquico, e a globalização surgia como um fenômeno inevitável e essencialmente positivo para as nações menos desenvolvidas⁵⁷ – ou, na formulação de um dos mais dedicados aplicadores do rumo, o mundo vivia “um novo renascimento”.

Um dos eixos da argumentação até aqui desenvolvida aponta para uma atitude um pouco mais prudente em relação aos tempos atuais. A despeito de todas as transformações em curso, parece um pouco precipitado decretar um ciclo longo de crescimento (quicá, de desenvolvimento), com base apenas nos fenômenos que vêm ocorrendo recentemente. Em primeiro lugar pelas lições da história recente: as características intrínsecas dos movimentos de capital e a própria organização do sistema monetário-financeiro internacional (que apesar de muita retórica reformista na época de dificuldades permanece a mesma) não autorizariam tranquilidade àqueles países cujos ativos são “naturalmente os (...) de maior risco e, portanto, aqueles que se candidatam em primeiro lugar a movimentos de liquidação, no caso de mudanças no ciclo financeiro”.⁵⁸

Quando se leva em conta que grande parte da melhora nos fundamentos foi (assim como havia sido a deterioração deles no ciclo anterior) mais consequência do que causa da ampla disponibilidade de financiamento externo, e que não é possível compreender o ciclo comercial sem levar em conta o estado geral de liquidez abundante, a prudência deveria se elevar. O caminho em direção ao *investment grade* (e com ele a entrada no paraíso dos fluxos de capital estáveis e de longo prazo) pode não ser tão plano como preconizam as leituras mais otimistas. Ou, para variar a metáfora, o aluno aplicado e a lição de casa bem feita podem novamente se revelar insuficientes para a aprovação, subordinados que estão aos humores variáveis de alguns dos professores.

Por outro lado, a emergência de um “dragão faminto” por vários dos produtos exportados por diferentes regiões, básicos e sofisticados, também não parece garantia de longa vida fácil, principalmente para os especializados no primeiro tipo de mercadoria, por três razões: a demanda chinesa ainda depende em grande parte do primeiro elo que a liga à economia americana; as condições de funcionamento da sua economia, apesar do histórico das últimas décadas, não isentam o futuro próximo da possibilidade de uma desaceleração ou de um pouso forçado; e por fim a estratégia de desenvolvimento até aqui perseguida sugere que naquele país as vantagens competitivas são constantemente construídas – mais do que isso, obsessivamente perseguidas – e que portanto a sua pauta de importações (e com ela boa parte de seus impulsos sobre o resto do mundo) pode se alterar profundamente, num prazo não muito longo. Mas, mesmo que nessas três

⁵⁶ Respectivamente, Einchengreen, B.; Haussmann, R. (Ed.). *Other people's money: debt denomination and financial instability in emerging-market economies*. Chicago: University of Chicago Press, 2005; Goldstein, M.; Turner, P. *Controlling currency mismatches in emerging markets*. Washington: Institute for International Economics, 2004 e Reinhart, C.; Rogoff, K.; Savastano, M. Debt intolerance. *Brookings Papers on Economic Activity*, n. 1, 2003.

⁵⁷ Para ficar em um autor citado acima, Friedman, L. *O Lexus e a Oliveira – entendendo a globalização*. São Paulo: Objetiva, 1999. Um outro exemplo, local e mais sofisticado, é Franco, G. *O Desafio Brasileiro*. São Paulo: Editora 34, 1999.

⁵⁸ Coutinho, L.; Belluzzo, L. G. Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 11, p. 141, dez. 1998.

frentes o impulso chinês continue indefinidamente favorável, ainda cabe uma antiga pergunta: a atitude mais correta diante disso seria manter a especialização (ou, ainda pior, reespecializar-se) em produtos de baixo conteúdo tecnológico?⁵⁹

Voltando ao ciclo financeiro, na matéria do *Financial Times* já citada na nota 25, um investidor não identificado, falando do Brasil, revelava motivações inusitadas nas suas decisões de aplicação, e acabava exprimindo também a baixa capacidade de diferenciação entre os possíveis destinos, outra das marcas de períodos de euforia: “*Everyone feels they need to be here. It’s sexy. It’s one of the Brics*”.

Isto leva a um outro tipo de conclusão, mais objetiva. Todos os indicadores arrolados ao longo do texto indicam que o período que vai de 2003 a 2005 apresentou um conjunto de tendências favoráveis que, de maneira inédita pela intensidade e simultaneidade, propiciou um ambiente externo altamente favorável ao crescimento dos mais distintos países emergentes. A comparação entre o desempenho deles, com a qual se iniciou o texto, mostra no entanto aproveitamentos e participações muito distintas no quadro: além da grande população e do grande território, é difícil enxergar o que aproxima a economia brasileira daquelas correspondentes às letras R, I e principalmente C, da sigla inventada pelos especialistas do Goldman Sachs. Se estes são os grandes emergentes, e se o sentido do termo é aquele definido pelo dicionário, há algo errado no nosso caso específico – e aqui sim parece difícil exagerar a importância dos fatores internos, de política econômica, analisados em detalhe nas seções que se seguem.

⁵⁹ Dito de outro modo, “é isso o que a China espera do Brasil como parceiro comercial: um fornecedor competitivo de produtos intensivos em recursos naturais. Resta saber se esse é o papel que o Brasil quer desempenhar.” (De Negri, F. O que queremos com a China? *Desafios do Desenvolvimento*, n. 8, mar. 2005).

PARTE II
ESTABILIDADE E POLÍTICAS MACROECONÔMICAS

SEÇÃO IV

A inserção externa da economia brasileira no governo Lula

*Daniela Magalhães Prates*¹

Introdução

O conceito de inserção externa envolve duas dimensões essenciais, a comercial e a financeira. A análise de sua evolução requer a consideração de aspectos macroeconômicos (como o regime cambial adotado, que define o método de fixação da taxa de câmbio e sua dinâmica de ajustamento) e estruturais (essencialmente, os graus de abertura comercial e financeira das economias e a estrutura de comércio exterior e do sistema financeiro). A interação entre os dois conjuntos de fatores moldará as características dos fluxos financeiros e comerciais entre o país e o exterior. Todavia, o volume e a composição efetiva desses fluxos dependem também de fatores externos aos países, especificamente, da dinâmica da economia internacional em cada momento da história. A influência desta dinâmica revela-se mais intensa no caso dos países periféricos, como o Brasil.

No contexto atual de globalização financeira, a relação entre o regime cambial e o comportamento dos fluxos comerciais e financeiros tornou-se ainda mais complexa. Nos países que adotaram um grau elevado de abertura financeira, a dinâmica dos fluxos de capitais sobrepõe-se, em geral, àquela dos fluxos comerciais, exercendo influência decisiva sobre a trajetória dos balanços de pagamentos e o comportamento da taxa de câmbio. Neste contexto, a escolha do regime cambial constitui uma decisão estratégica (e não trivial) de política econômica. Os regimes de câmbio administrado (fixo ou bandas cambiais), que prevaleceram nos países periféricos até meados da década de 1990, têm o mérito de garantir a estabilidade da taxa de câmbio nominal, um dos preços-chave das economias capitalistas, mas se revelaram extremamente suscetíveis à apreciação da taxa de câmbio real e a ataques especulativos, que culminaram em sucessivas crises cambiais na segunda metade daquela década, dentre as quais a crise brasileira de 1998-1999. Após essas crises, as políticas de câmbio fixo ou semifixo (tipo *crawling peg*) cederam lugar aos regimes de flutuação suja na maioria desses países, incluindo o Brasil. Todavia, num contexto de alta mobilidade de capitais, esses regimes podem resultar em volatilidade excessiva da taxa de câmbio, com implicações negativas sobre as decisões de investimento e de exportação. Essa volatilidade, por sua vez, dependerá tanto do grau de abertura financeira da economia como da forma de interação entre a autoridade monetária e os agentes privados no mercado de câmbio.

Esta seção pretende examinar a evolução da inserção externa da economia brasileira nos três primeiros anos do governo Luiz Inácio Lula da Silva (Lula). Além dos fatores macroeconômicos e estruturais mencionados acima, esta evolução esteve estreitamente vinculada à trajetória da economia internacional no período. O cenário externo desfavorável que marcou o segundo

¹ Agradeço o auxílio valioso dos bolsistas CNPQ-PIBIC João Henrique de Melo e Livia de Bastos Martini e os comentários dos demais pesquisadores do Cecon, dos colegas do Instituto de Economia, Mariano Laplane (NEIT-IE-Unicamp) e José Carlos de Souza Braga (CERI-IE-Unicamp), e de Fernanda de Negri (IPEA) e João Sicsú (UFRJ).

mandato do presidente Fernando Henrique Cardoso – FHC (1999-2002) foi substituído por um ambiente especialmente benigno no âmbito tanto das finanças como do comércio mundiais no triênio 2003-2005 (ver SEÇÕES I e II) – que corresponde, coincidentemente, aos três primeiros anos do governo Lula.

Parte-se da hipótese de que este ambiente constituiu um determinante fundamental das mudanças na inserção externa do Brasil no período analisado. Isto não quer dizer que as decisões de política econômica foram irrelevantes; contudo, não houve alterações substantivas, em relação seja ao regime cambial, seja à abertura externa da economia. Enquanto a “linha de continuidade” no caso dessa política inicia-se em 1999, quando foi adotado o regime de câmbio flutuante, no âmbito da abertura externa essa linha remonta ao início dos anos 1990, quanto se iniciaram os processos de liberalização comercial e financeira externa da economia brasileira. Os argumentos estão organizados da seguinte forma. Após um panorama geral da inserção externa no triênio 2003-2005 (item 1), se analisam de forma mais detalhada as duas dimensões desta inserção – a financeira (item 1.1) e a comercial (item 1.2) – procurando detectar seus principais determinantes e características. Na segunda parte (item 2), se procura avaliar como o desempenho dos fluxos comerciais e financeiros com o exterior afetou a trajetória de um conjunto de indicadores de vulnerabilidade externa. Seguem-se breves considerações finais.

1 A inserção externa brasileira no triênio 2003-2005: um panorama geral

A inserção externa da economia brasileira sofreu mudanças importantes nos três primeiros anos do governo Lula, cuja síntese pode ser apreendida pela evolução das duas principais contas do balanço de pagamentos neste período. Como mostra a Tabela 1, o resultado das transações correntes tornou-se superavitário (fato inédito desde 1992), ancorado na obtenção de superávits comerciais crescentes a partir de 2001. Já a conta capital e financeira apresentou saldo positivo somente em 2003, tornando-se deficitária nos dois anos subseqüentes. Esse déficit, no entanto, deve ser analisado com cuidado, pois ele encobre o comportamento de dois tipos de fluxos de capitais, subordinados a dinâmicas distintas: os capitais voluntários e as operações de regularização com o Fundo Monetário Internacional (FMI).

Tabela 1
Balanço de pagamentos (US\$ milhões)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Transações correntes	-25.335	-24.225	-23.215	-7.637	4.177	11.738	14.199
Balança comercial	-1.199	-698	2.650	13.121	24.794	33.666	44.757
Serviços e rendas	-25.825	-25.048	-27.503	-23.148	-23.483	-25.197	-34.115
Transferências unil. correntes	1.689	1.521	1.638	2.390	2.867	3.268	3.558
Conta capital e financeira	17.319	19.326	27.052	8.004	5.111	-7.356	-8.808
Conta capital	338	273	-36	433	498	339	663
Conta financeira	16.981	19.053	27.088	7.571	4.613	-7.696	-9.470
Capitais voluntários	14.016	29.377	20.331	-3.909	-156	-3.333	13.801
Operações de Regularização (FMI)	2.966	-10.323	6.757	11.480	4.769	-4.363	-23.271
Erros e omissões	194	2.637	-531	-66	-793	-2.137	-1.072
Resultado global do balanço	-7.907	-2.262	3.307	302	8.496	2.244	4.319

Fonte: Banco Central do Brasil (Bacen). Elaboração própria.

Em 2004, as condições de liquidez internacional favoráveis aliviaram a restrição externa e permitiram o pagamento dos compromissos com o FMI; mas os fluxos de capitais voluntários entre o país e o exterior continuaram negativos em termos líquidos. Já em 2005, esses fluxos apresentaram resultado positivo, ancorado não somente no ingresso de investimentos externos diretos, mas também nos investimentos de portfólio. A conta capital e financeira foi negativa, em mais de US\$ 9 bilhões, devido ao pagamento de amortizações a esse organismo multilateral (registrado nas “operações de regularização”), realizado a partir de divisas adquiridas pela autoridade monetária no mercado de câmbio, o que explica o menor resultado global do balanço de pagamentos.

As performances das duas principais contas do balanço de pagamentos – reflexo da evolução da inserção externa no período – estão associadas a algumas “heranças” do segundo governo FHC, como a adoção do regime de câmbio flutuante após a crise cambial de 1998/99, o acordo com o FMI, as desvalorizações cambiais em 2001 e 2002 e o aprofundamento da abertura financeira. Ou seja, diversas heranças estão subjacentes às mudanças na inserção externa nos três últimos anos. Todavia, como enunciado na Introdução, essas mudanças vinculam-se estreitamente ao cenário externo benigno, no âmbito do comércio e das finanças internacionais, vigente no período. A análise da inserção financeira precederá àquela da inserção comercial devido à hipótese de que o grau de abertura financeira e as decisões de alocação de portfólio dos investidores estrangeiros exercem uma influência decisiva nos movimentos da taxa de câmbio nominal, *et pour cause*, da taxa de câmbio real, um dos condicionantes centrais da inserção comercial.

1.1 A inserção financeira

A inserção financeira no governo Lula foi condicionada, essencialmente, por três fatores: o novo ciclo de liquidez internacional para os países periféricos; o regime de câmbio flutuante e a gestão da política cambial no período; e o aprofundamento da abertura financeira. Enquanto o primeiro fator, que podemos denominar de condicionante externo mais geral, foi analisado na SEÇÃO III, a gestão da política cambial – e, especificamente, sua relação com a política monetária – será abordada na SEÇÃO V. Assim, este item dedica-se a: (i) apresentar uma retrospectiva da evolução da abertura financeira no segundo governo FHC (uma das heranças desse governo para o seu sucessor) e no governo Lula; (ii) analisar o comportamento dos fluxos de capitais e do passivo externo no período – que constituem o espelho da inserção financeira; (iii) enfatizar o impacto da inserção financeira sobre o comportamento da taxa de câmbio nominal.

A abertura financeira diz respeito à facilidade com que os residentes podem adquirir ativos e passivos denominados em moeda estrangeira e do acesso de não-residentes ao mercado financeiro doméstico, envolvendo, assim, tanto a liberalização dos movimentos de capitais quanto a permissão de transações monetárias e financeiras em moeda estrangeira no espaço nacional. O primeiro nível de abertura financeira diz respeito às *inward transactions* – entrada de não-residentes no mercado financeiro doméstico e captação de recursos externos pelos residentes; o segundo nível de abertura financeira refere-se à liberalização das *outward transactions* – saída de capitais pelos residentes e endividamento de não-residentes no mercado financeiro doméstico. Já o terceiro nível refere-se à conversibilidade interna da moeda, ou seja, à permissão de transações em (ou

denominadas em) moeda estrangeira no espaço nacional, como depósitos no sistema bancário doméstico e emissão de títulos indexados à variação cambial. No caso dos países periféricos que não possuem moeda conversível, essa opção resulta geralmente numa dolarização progressiva das economias (Akyüz, 1993²).

A ampliação da abertura financeira da economia brasileira iniciou-se no final dos anos 1980, ainda no governo Sarney, e foi aprofundada nos governos Collor e FHC (nos dois mandatos).³ Essa ampliação envolveu, essencialmente, os dois primeiros níveis de abertura, sendo que a liberalização das *inward transactions* foi bem mais ampla em relação às *outward transactions*. O governo Lula deu continuidade a esse processo, a partir da mesma estratégia adotada nos governos precedentes: a crescente integração financeira entre o país e o exterior nos últimos quinze anos foi promovida de forma *ad hoc*, seja mediante resoluções e circulares do Banco Central, seja por meio de Medidas Provisórias.⁴

Duas medidas no governo Lula destacam-se. Em primeiro lugar, a unificação dos mercados de câmbio livre e flutuante e a extinção da Conta de Não-Residentes (CC5) em março de 2005, que significou uma liberalização adicional das *outward transactions*, ao eliminar os limites para que pessoas físicas e jurídicas convertam reais em dólares e os remetam ao exterior.⁵ Com as mudanças, qualquer residente no país pode efetuar suas remessas diretamente, sem a intermediação das antigas “contas de instituições financeiras não-residentes”, que acabavam sendo utilizadas somente por grandes fortunas dados os elevados custos envolvidos (Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira – CPMF, Imposto sobre Operações Financeiras – IOF, e comissões exigidas pelos bancos).⁶ Na mesma data, a cobertura cambial às exportações foi flexibilizada, com a ampliação dos prazos de retenção de dólares no exterior pelos exportadores, medida que ampliou a conversibilidade da conta corrente do balanço de pagamentos. É importante mencionar que se a proposta de extinção da cobertura cambial, encaminhada ao congresso no início de fevereiro pelos senadores Fernando Bezerra e Renan Calheiros, for aprovada, os exportadores poderão manter suas receitas em dólares em contas em moeda estrangeira no Brasil, o que significará a ampliação do terceiro nível de abertura financeira. Os principais desdobramentos perversos dessa medida são apontados por Sicsú (2006⁷): os fluxos de dólares gerados pelas transações comerciais passarão a se subordinar às mesmas variáveis que guiam os fluxos de capitais (diferencial de juros interno e externo, expectativa de variação da taxa de câmbio e risco de default); e o raio de manobra da política cambial será ainda menor, pois o banco central terá dificuldades de acumular reservas.

2 Akyüz, I. *Financial liberalization: the key issues*. Geneve: United Nations Conference on Trade and Development, 1993. (Unctad Discussion Papers, n. 56).

3 Sobre o processo de abertura financeira no período 1989-1999, ver Freitas, M. C. P.; Prates, D. M. A abertura financeira no governo FHC: impactos e conseqüências, *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 17, p. 81-111, (2001) e Freitas, M. C. P. (Org.). *Abertura do sistema financeiro no Brasil*. São Paulo: Fundap; Fapesp/Brasília: Ipea, 1999.

4 A Lei n. 4.131 de 1961, que regulamenta os capitais estrangeiros no País, permanece intacta. Sua reformulação exigiria um debate no âmbito do congresso nacional sobre o tipo de inserção financeira mais adequada ao País.

5 No âmbito do segundo nível de abertura, ainda não foi permitido o endividamento de não-residentes no mercado financeiro doméstico. Esse endividamento amplia a capacidade de alavancagem e, assim, de especulação desses agentes contra a moeda nacional (como mostrou a experiência da Tailândia nas vésperas da crise cambial de 1997).

6 Sobre a redução do custo das remessas, ver Camba, D. Remessas sem escala. *Valor Econômico*, 10 mar. 2005, p. B1.

7 Sicsú, J. Concepções e riscos do fim da cobertura cambial. *Valor Econômico*, 10, 11 e 12 fev. 2006. p. A12.

Em segundo lugar, em fevereiro de 2006, a Medida Provisória 281 sancionou a concessão de incentivos fiscais aos investidores estrangeiros para a aquisição de títulos da dívida pública interna. A aquisição direta de títulos de renda fixa, públicos e privados, pelos investidores estrangeiros foi permitida em janeiro de 2000 pela Resolução n. 2.689. No entanto, em função da elevada carga tributária (além de Imposto de Renda - IR, IOF e CPMF) e demais custos envolvidos (como as comissões cobradas pelos bancos), bem como da atraente alternativa de aplicar em derivativos vinculados à taxa de juros do real (também permitidos por essa resolução), esses investimentos foram irrisórios (o estoque de títulos públicos detido por investidores externos em janeiro de 2006 totalizava somente US\$ 5 bilhões). O objetivo dessa medida é exatamente reduzir esses custos e, assim, estimular o aumento da demanda por títulos públicos internos pelos investidores estrangeiros.

Quadro 1

Mudanças institucionais relativas à abertura financeira após 1999

Medidas	Descrição	
	Situação Anterior	Situação Atual
Resolução n. 2.689 de 2000	Existiam diversas modalidades de investimento estrangeiro de portfólio no mercado financeiro doméstico, que se diferenciavam em relação ao tipo de instrumento utilizado (entrada direta ou mediante fundos de investimento), à composição da carteira (renda fixa e/ou variável) e ao segmento do mercado de câmbio pelo qual eram realizadas (comercial ou flutuante). Os principais instrumentos eram o Anexo IV (criado em 1991), os Fundos de Renda Fixa Capital Estrangeiro, criados em 1993; e as Contas de não-residentes do mercado de câmbio flutuante (extinto em março de 2005), única modalidade de aplicação que não estava sujeita a restrições quanto ao tipo de aplicação. (em contrapartida, as aplicações através das chamadas CC-5 incorriam em um maior risco cambial - já que as cotações dos mercados comercial e flutuante não eram unificadas - e recebiam o mesmo tratamento fiscal concedido aos residentes no país).	A Resolução n. 2.689 de 26/01/2000 extinguiu as diferentes modalidades de aplicação mediante o então mercado de câmbio comercial e instituiu uma nova modalidade de investimento no mercado financeiro, pela qual os investidores não-residentes têm acesso às mesmas aplicações disponíveis aos investidores residentes. Os investidores, tanto em renda fixa quanto em variável, precisam constituir um representante no país (e um co-representante, se este não for instituição financeira), responsável pela efetivação e atualização do registro bem como pelo fornecimento de informações ao Banco Central e à CVM. O representante também precisa efetuar o cadastramento ou recadastramento, no caso dos investidores dos Anexos I, II e IV.
Unificação dos mercados de câmbio (Resolução 3.265 de 4/03/2005)	Regulamentação da venda de moeda estrangeira para fins de investimento no exterior restrita. No caso de venda ou dissociação do empreendimento externo, o titular devia promover, de imediato, o retorno ao País dos recursos transferidos e era obrigatório o envio ao Banco Central de prestação de contas, comprovação da capitalização dos valores enviados ao exterior e dos documentos a serem apresentados ao banco negociador, da moeda estrangeira, nas operações de investimento direto no exterior.	Permissão para que as pessoas físicas e jurídicas possam comprar e vender moeda estrangeira para fins de aplicação no exterior, sem limitação de valor, diretamente da rede bancária: investimento direto, aplicações no mercado financeiro, aplicações no mercado de capitais e de derivativos. Fim da obrigatoriedade de retorno dos recursos associados à venda de investimento no exterior; esses recursos podem, agora, ser livremente reaplicados no exterior. Também foi eliminada a obrigatoriedade de envio ao Banco Central de qualquer comprovação do documento, nas operações relacionadas a investimento direto no exterior.

Continua...

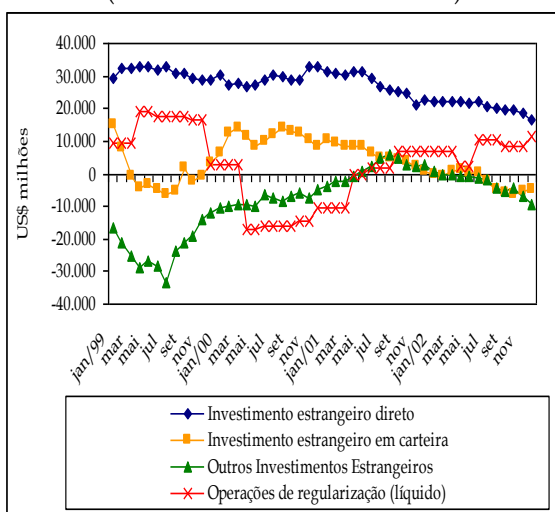
Quadro 1 – Continuação

<p>Incentivos fiscais aos investimentos estrangeiros de portfólio (MP 281 de 15/02/ 2006)</p>	<p>Investidores estrangeiros sujeitos à mesma tributação dos residentes</p>	<p>Reduz ou isenta de Imposto de Renda as aplicações de investidores estrangeiros em títulos públicos e em fundos de capital de risco, a partir da aplicação de uma tabela cuja alíquota é inversamente proporcional ao prazo das aplicações, chegando a zero para aquelas de prazo igual ou superior a dois anos. Também isenta CPMF os investidores estrangeiros e nacionais nas emissões primárias de ações e no aumento de capital de empresas. Os benefícios são restritos aos investidores estrangeiros fiscalmente domiciliados em países em que a tributação sobre ganhos financeiros não seja inferior a 20%.</p>
---	---	--

A ampliação do grau de abertura financeira no segundo mandato do presidente FHC foi um dos condicionantes do desempenho da conta financeira do balanço de pagamentos entre 2003-2005. As medidas adotadas no governo Lula, apesar de recentes, também já surtiram efeitos sobre esse desempenho, como se destacará a seguir na análise da evolução da conta financeira no triênio 2003-2005. Mais uma vez vale destacar que essa evolução reflete a interação da dinâmica da economia internacional no período com o marco institucional referente à abertura financeira, o regime de câmbio flutuante e a gestão cambial e monetária. Todavia, adota-se o ponto de vista de que existe uma hierarquia entre esses fatores: a dinâmica dos fluxos de capitais constituiu o determinante, em última instância desta inserção, enquanto os demais fatores internos – estruturais e macroeconômicos – constituem mediações dos impactos dessa dinâmica sobre a composição dos fluxos de capitais e do passivo externo.

Gráfico 1

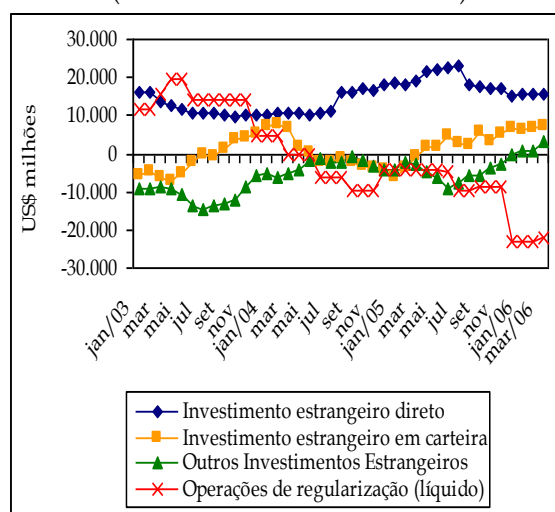
Composição dos fluxos de capitais: 1999-2002 (fluxos acumulados em 12 meses)



Fonte: Bacen. Séries especiais. Elaboração própria.

Gráfico 2

Composição dos fluxos de capitais: 2003-2005 (fluxos acumulados em 12 meses)



Fonte: Bacen. Séries especiais. Elaboração própria.

A influência da dinâmica da economia internacional sobre a composição dos fluxos de capitais para a economia brasileira após 1999 fica evidente nos Gráficos 1 e 2. Na análise desses fluxos, vale lembrar a lógica diferenciada dos fluxos financeiros vis-à-vis aos fluxos de investimento externo direto (IED) – vinculados às perspectivas de crescimento econômico nos países de origem e de destino, bem como às estratégias das Empresas Transnacionais (ETs). No período 1999-2002, enquanto as condições de liquidez internacional desfavoráveis resultaram na queda dos Investimentos de Portfólio e Outros Investimentos, a retração do crescimento nos países centrais e das operações de fusões e aquisições em âmbito global refletiram-se nos fluxos de investimento externo, que apresentaram tendência de queda após 2001. Nesse contexto, os empréstimos do FMI (contabilizados nas operações de regularização) cumpriram o papel de suprir liquidez em moeda estrangeira a partir de 2000.

No período subsequente – que corresponde aos três primeiros anos do governo Lula – as condições internacionais mais favoráveis, em termos de liquidez e crescimento, resultaram na retomada dos fluxos de capitais voluntários e permitiram o pagamento das operações de regularização com o FMI. O crescimento dos fluxos de IED após 2004 insere-se num movimento de retomada dos fluxos de investimento externo direto para os países periféricos.⁸ Já as duas modalidades de fluxos financeiros têm um movimento mais instável, apresentando uma trajetória de recuperação consistente a partir de 2005: fluxos positivos no caso dos investimentos de portfólio e redução do saldo negativo no caso dos Outros Investimentos (que apresentam ingresso líquido somente em 2006). A seguir, o comportamento dessas duas modalidades é examinado de forma mais detalhada.

O novo ciclo de liquidez internacional que emerge em 2003 teve impacto diferenciado sobre as diferentes modalidades de investimento estrangeiro de portfólio no período 2003-2005 (ver Gráfico 3). Somente as aquisições de ações na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) apresentaram uma recuperação significativa e persistente, que se intensifica em 2005. Nesse ano, além do “rally” praticamente generalizado nos mercados acionários dos países centrais e emergentes, tanto da Ásia quanto da América Latina – fomentado pelo contexto de ampla liquidez –, esses investimentos foram atraídos pelas perspectivas de lucro com as ações negociadas no mercado acionário doméstico e com a apreciação da taxa de câmbio do real. Segundo estudo da Standard & Poors, apesar do crescimento do seu valor de mercado em dólares nos últimos meses, a bolsa brasileira é ainda a mais barata entre as bolsas emergentes, reflexo do patamar reduzido da razão Preço/Lucro da média dos papéis negociados.⁹

No caso das ações negociadas no exterior (os *American Depositary Receipts* – ADRs), as aquisições de ADRs no mercado primário mantiveram-se num patamar estável e baixo (o que explica o pequeno ingresso líquido de divisas), mas o volume negociado com ADRs de empresas brasileiras na Bolsa de Valores de Nova Iorque (mercado secundário) atingiu um valor recorde no primeiro trimestre de 2006 (impulsionado pelas perspectivas de lucro de empresas produtoras de *commodities*, como Petrobrás, CSN e Usiminas), ocupando a posição de liderança nessa bolsa.¹⁰

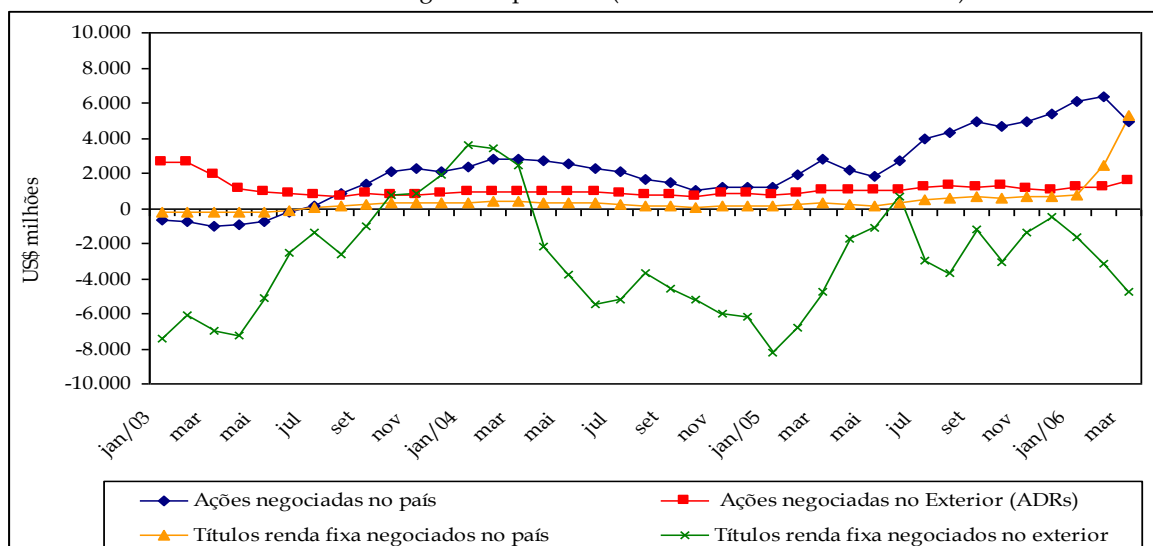
⁸ Ver Unctad. *World Investment Report*. Genève: United Nations for Trade and Development, 2005a.

⁹ Camargos, D. Preço de banana. *Foco Economia*, 29 jul. 2005. p. 42.

¹⁰ Esse valor atingiu US\$ 61,5 bilhões no primeiro trimestre, contra US\$ 58,1 bilhões do Reino Unido e US\$ 27,3 da China. Ver Silva Júnior, A. ADR do Brasil negocia US\$ 61 bilhões. *Valor Econômico*, 12 abr. 2006. p. C1.

Já as aplicações em títulos de renda fixa negociados no país mantiveram fluxos líquidos praticamente nulos até janeiro de 2006. Todavia, com a edição da MP281 em meados de fevereiro, que concedeu incentivos tributários aos investidores estrangeiros (ver Quadro 1), essa modalidade de investimento de portfólio apresentou uma recuperação significativa e praticamente instantânea (ver Gráfico 3). Ou seja, essa medida revelou-se, num primeiro momento, eficaz na atração dessas aplicações. Essa eficácia está associada à persistência de um contexto de liquidez internacional favorável no primeiro trimestre de 2006, pelo menos para os países emergentes com superávit em transações correntes.¹¹

Gráfico 3
Investimento estrangeiro de portfólio (fluxos acumulados em 12 meses)



Fonte: Bacen. *Séries especiais*. Elaboração própria.

Já a modalidade “emissões líquidas de títulos de renda fixa no exterior” apresentou um comportamento bem mais volátil, com fluxos negativos na maior parte do período. Algumas hipóteses podem ser levantadas para explicar esse comportamento. Como condicionante mais geral, o regime de câmbio flutuante, que desestimulou a demanda por endividamento externo ao implicar maior risco cambial e custo de hedge potencialmente mais elevado. Ademais, essa demanda também deve ter sido abalada pelas três crises cambiais que eclodiram num curto intervalo de tempo (1999, 2001 e 2002), pela percepção da dinâmica volátil do mercado financeiro internacional (caracterizada por mini-ciclos de “*feast or famine*”¹²) e pelo ambiente de estagnação econômica que predominou nos últimos anos. Do ponto de vista das instituições financeiras, em momentos de elevado diferencial de juros e expectativa de valorização cambial, a alta rentabilidade

¹¹ Os países com déficit em transações correntes, como México e Turquia, enfrentaram desvalorizações cambiais nesse período, como reflexo de movimentos especulativos de investidores externos, o que pode ser sintoma de perda de fôlego desse contexto.

¹² Como ressaltam Farhi e Prates (2004): “A formação desses mini-ciclos acentua a volatilidade e a incerteza dos agentes, à medida que é impossível a priori determinar sua duração e intensidade ou mesmo saber se constituem ou não o início do processo de reversão da fase anterior do ciclo mais longo”. Ver Farhi, M.; Prates, D. M. *Economias emergentes e ciclos de liquidez*. Trabalho apresentado no IV Colóquio Latino-americano de Economistas Políticos, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2004.

das operações de arbitragem pode contrabalançar o menor apetite pela captação de recursos externos e estimulá-la, como ocorreu no primeiro semestre de 2003. Contudo, com a queda do chamado “cupom cambial” essa rentabilidade diminuiu e os bancos passaram a quitar seu endividamento externo de curto prazo, contribuindo para as menores taxas de rolagem e, assim, para a queda da dívida externa em 2004 e 2005. Além disso, a apreciação do Real desde 2004 certamente estimulou empresas e bancos a quitarem parte de seu endividamento externo.

A contração do endividamento securitizado foi acompanhada pelo surgimento de novas modalidades de captação, viabilizadas pelo contexto de elevado apetite por risco.¹³ Em 2005, vários bancos e empresas residentes emitiram os chamados bônus perpétuos no mercado internacional de capitais. Como o próprio nome diz, esses títulos não têm prazo de vencimento, mas podem ser resgatados pelo emissor a partir do quinto ano. Em contrapartida, embutem um maior risco para o aplicador devido à sua forma de contabilização: são classificados como dívida subordinada que, em caso de falência, é a última a ser paga. Ademais, a liquidez abundante e a queda dos *spreads* exigidos dos emissores brasileiros nesse contexto também abriram espaço para operações de administração de passivo (troca de dívida antiga mais cara por dívida nova, de menor custo) e de pré-financiamento das necessidades de recursos (mediante não somente colocações de títulos, mas também empréstimos sindicalizados), diante do receio de deterioração das condições de liquidez internacional em 2006.¹⁴ As três tendências – emissão de bônus perpétuos, administração de passivos e adiantamento de captações – se mantiveram no primeiro trimestre desse ano.¹⁵ Já em abril, informações preliminares revelam que o mercado de eurobônus para emissores brasileiros e dos mercados emergentes em geral perdeu fôlego, devido à volatilidade de preços e à alta dos títulos do tesouro norte-americano de dez anos. No caso dos títulos perpétuos, o excesso de emissões nos meses precedentes parece ter provocado uma saturação do mercado.¹⁶

Outra tendência observada nas emissões brasileiras, que também se insere num movimento mais geral do conjunto dos países emergentes, é o volume crescente de títulos denominados em reais emitidos no mercado internacional. É interessante observar que a “receptividade” crescente dos investidores globais por títulos denominados nas respectivas moedas dos países emergentes emissores coincidiu com o estreitamento dos *spreads* nos títulos denominados em dólares, fenômeno também observado no biênio 1996-1997 – por sinal, pico do ciclo de liquidez dos anos 1990.¹⁷ Na América Latina, as emissões brasileiras parecem ter predominado. Os bancos abriram o caminho, sendo seguidos, num primeiro momento, pelas empresas privadas e, num segundo momento, pela República do Brasil. Vale lembrar que essas emissões ofereceram um atrativo

¹³ A busca por rentabilidade também estimulou a estruturação de operações cada vez mais complexas e alavancadas no âmbito dos países centrais. Por exemplo, tanto as operações de *Leveraged Buy Out* (LBO), quanto a demanda por títulos de dívida emitidos para financiá-las (geralmente de baixa qualidade de crédito) elevaram-se no primeiro semestre de 2005. Vale lembrar que a onda anterior de LBO (1999-2000) foi sucedida pela deterioração das condições de crédito, que atingiu seu ápice em 2002. Ver BIS. *Quarterly Review*, Basile, Bank of International Settlements, Sept. 2005a.

¹⁴ Ver Lucchesi, C. P. Companhias pré-pagam dívidas e trocam por operações mais baratas, *Valor Econômico*, 30 jan. 2006, p. C1; Lucchesi, C. P. Pré-financiamento traz volume recorde, *Caderno Valor Especial*, Captações externas, 7 mar. 2006, p. F1.

¹⁵ Ver Lucchesi, C. P. Captações de US\$ 6,1 bi no trimestre. *Valor Econômico*, 13, 14, 15, 16 abr. 2006, p. C1.

¹⁶ Ver Lucchesi, C. P. Mercado para emissores brasileiros dá sinais de fraqueza. *Valor Econômico*, 28, 29, 30 abr. 2006, p. C12.

¹⁷ Ou seja, as emissões em moeda local não constituem uma “novidade” do ciclo de liquidez recente. Sobre essas emissões em 1996 e 1997, ver BIS (2005a, cap. 3).

adicional aos investidores em busca de rentabilidade num ambiente de queda dos *spreads* mesmo nos mercados mais rentáveis (como os emergentes) e elevação, mesmo que lenta e comedida, dos juros nos países de origem: a perspectiva de continuidade de apreciação da moeda brasileira, associada, em grande parte, ao elevado diferencial entre os juros externos e internos (ver SEÇÃO III). Nas vésperas da emissão do Tesouro, em meados de setembro de 2005, o setor privado, liderado pelos bancos, tinha captado US\$ 1,16 bilhão nesta modalidade de captação. Mas, ao contrário dos bônus perpétuos, os prazos das emissões são geralmente curtos, e as taxas de juros bastante elevadas.¹⁸

Em 2005, as condições de liquidez favoráveis possibilitaram, igualmente, a realização de operações de administração de passivo pelos governos de vários países emergentes. No Brasil, o setor público seguiu o caminho do México e do Chile¹⁹ e aproveitou essas condições para reestruturar sua dívida externa,²⁰ reduzir o endividamento líquido do setor público e pré-financiar compromissos externos de 2006.²¹ Em 2006, essa estratégia teve continuidade, com o anúncio no dia 9 de fevereiro do programa de médio prazo de uso de reservas internacionais para recompra de títulos brasileiros em circulação no mercado internacional, implementado pelo Tesouro Nacional e pelo Banco Central do Brasil como seu agente financeiro. O governo pretende recomprar US\$ 20 bilhões até dezembro de 2006 entre bônus *bradies* e títulos vencimento até 2010. No caso dos títulos que vencem até 2010, a gradual efetivação do programa de recompra dependerá de condições de mercado a cada momento.²² Já a operação de recompra do estoque de *bradies* remanescente no mercado, no valor de US\$ 6,6 bilhões, foi concluída no dia 19 de abril. Foram utilizados US\$ 5,8 das reservas internacionais e US\$ 840 milhões adquiridos pelo Tesouro no mercado de câmbio; mas o gasto efetivo de recursos será inferior, pois será liberado US\$ 1,4 bilhão em garantias dos *bradies*. Considerando essa operação, o governo adquiriu US\$ 10,2 bilhões, ou seja, já cumpriu mais da metade da meta anunciada em fevereiro.²³ A intenção do governo com essas operações é reduzir o custo da dívida externa, já que estes títulos foram emitidos quando o risco-Brasil era muito alto e, assim, embutem elevados prêmios de risco.

¹⁸ A emissão soberana, realizada dia 19 de setembro de 2005, foi bem sucedida. Foram captados US\$1,5 bilhão (contra o valor esperado de US\$ 750 milhões e uma demanda de US\$ 4 bilhões) com prazo de vencimento de 2016, cupom de 12,5% a.a. e rendimento de 12,75% a.a. (o título de prazo mais longo emitido no mercado doméstico é a NTN-F, com vencimento em 2012 e rendimento de 15,2% no último leilão) (Lucchesi, C. P.; Galvão, A. Brasil lança primeiro eurobônus em reais. *Valor Econômico*, 20 set. 2005. p. C1).

¹⁹ Por exemplo, o México pré-financiou todos os seus compromisso externos de 2006 e 2007. Ver IMF. *Global financial stability*. Washington, DC: International Monetary Fund, Sept. 2005.

²⁰ No final de julho, o governo brasileiro trocou cerca de 80% da dívida em C-bonds (até então, o título de dívida emergente mais transacionado) por A-bonds, o que revelou a receptividade dos investidores estrangeiros e contribuiu para a melhora do risco-Brasil.

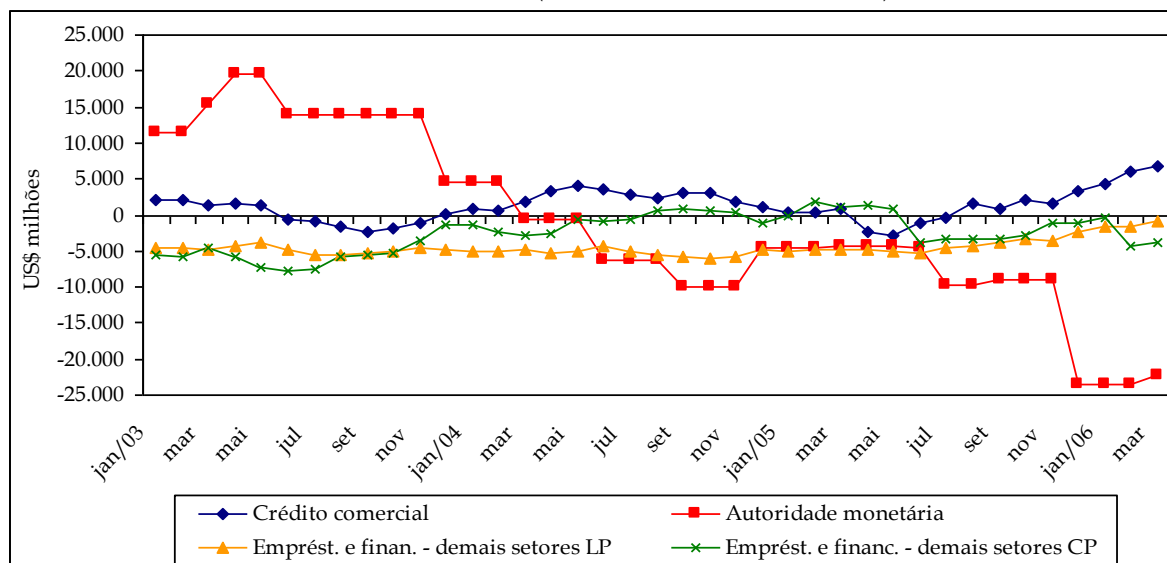
²¹ Esta estratégia foi perseguida mediante a aquisição de divisas no mercado de câmbio (pelo Banco Central e pelo Tesouro Nacional por intermédio do Banco do Brasil) e a emissão de títulos soberanos em março e setembro de 2005.

²² Este programa tem por objetivo reduzir o fluxo de pagamento do serviço (principal e juros) da Dívida Pública Mobiliária Federal Externa (DPMFe), seguindo à diretriz de redução do percentual desta dívida vincendo em 12 meses e da participação da dívida cambial na Dívida Pública Federal definida nos Planos Anuais de Financiamento do Tesouro Nacional desde 2003. O Banco Central do Brasil informará mensalmente os valores utilizados e os títulos cancelados. Os títulos adquiridos pelo Banco Central do Brasil são transferidos ao Tesouro Nacional e periodicamente cancelados. Operacionalmente, os títulos estão sendo adquiridos com recursos oriundos das reservas internacionais brasileiras, comprados pelo Tesouro Nacional junto ao Banco Central do Brasil.

²³ Ver Ribeiro, A. País planeja resgatar US\$ 20 bilhões este ano. *Valor Econômico*, 19 abr. 2006. p. C2.

No caso da modalidade “Outros Investimentos”, os pagamentos ao FMI explicam a trajetória cadente dos empréstimos à autoridade monetária (ver Gráfico 4). Simultaneamente, os créditos comerciais recuperaram-se diante do crescimento das exportações (ver item 1.2) e da busca de operações rentáveis pelos bancos internacionais dada a queda dos lucros nos países centrais.

Gráfico 4
Outros investimentos (fluxos acumulados em 12 meses)

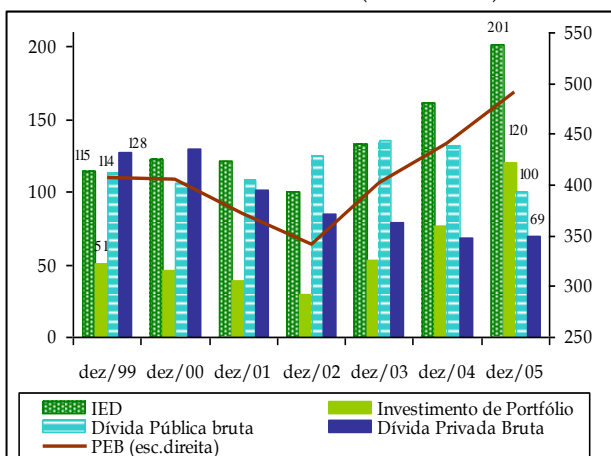


Fonte: Bacen. Séries especiais. Elaboração própria.

Já os “empréstimos e financiamentos de longo prazo” recuperaram-se ligeiramente no final de 2005 e início de 2006, devido ao crescimento dos empréstimos bancários sindicalizados (observado para as economias emergentes em geral, segundo o BIS, 2005a). Na América Latina e no Brasil, as empresas dos setores de *commodities*, que usufruíram “*windfall gains*” devido à alta recente dos preços, foram especialmente favorecidas. Todavia, essa tendência não se refletiu em ingresso líquido de recursos (ver Gráfico 4).

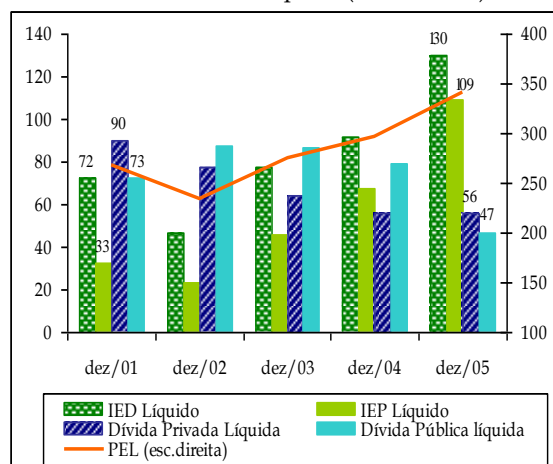
O comportamento dos fluxos de capitais no triênio 2003-2005 refletiu-se no volume e na composição do passivo externo da economia brasileira. Chama a atenção tanto o crescimento desse passivo como a mudança na sua composição. Esse crescimento decorreu do ingresso líquido de investimentos externos direto e de portfólio, que ampliaram os estoques de ativos produtivos e financeiros detidos pelos não-residentes no Brasil (ver Gráficos 5 e 6). A apreciação da moeda doméstica desde 2003 contribui, igualmente, para essa ampliação, já que esse estoque é contabilizado em dólares. No caso dos investimentos de portfólio, a valorização das ações negociadas na Bovespa atuou no mesmo sentido. É importante destacar que o aumento do grau de internacionalização produtiva e financeira da economia brasileira nesse período foi acompanhado pelo crescimento dos investimentos brasileiros no exterior (diretos e de portfólio) num ritmo superior ao observado nos anos 1990, mas insuficiente para neutralizar esse aumento, o que explica o menor crescimento daqueles estoques em termos líquidos.

Gráfico 5
Passivo externo bruto (US\$ bilhões)



Fonte: Bacen. Séries especiais. Elaboração própria.

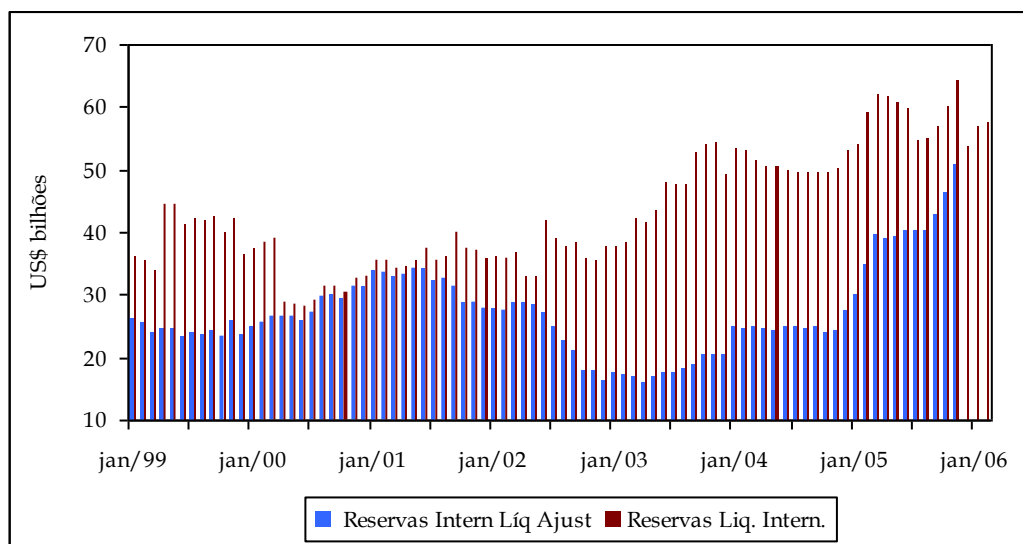
Gráfico 6
Passivo externo líquido (US\$ bilhões)



Fonte: Bacen. Séries especiais. Elaboração própria.

A evolução da dívida externa, que constituía o principal componente do passivo externo em 1999, apresentou uma tendência contrária. Enquanto as emissões líquidas negativas de títulos no exterior na maior parte do período e a quitação de empréstimos bancários resultaram na queda do estoque da dívida externa privada bruta, a estratégia de recompra da dívida externa e o pagamento dos empréstimos ao FMI explicam a redução da dívida externa pública. No caso dessa dívida, a diferença significativa entre os conceitos bruto e líquido (US\$ 100 bilhões versus US\$ 47 bilhões em dezembro de 2005) corresponde ao estoque de reservas internacionais (ver Gráfico 7).²⁴

Gráfico 7
Reservas internacionais



Nota: As reservas internacionais líquidas ajustadas correspondiam às reservas internacionais no conceito de liquidez internacional menos os empréstimos do FMI, que foram quitados integralmente no final de 2005.

Fonte: Bacen. Séries especiais. Elaboração própria.

²⁴ No caso da dívida privada, a diferença de US\$ 13 bilhões entre os conceitos bruto e líquido corresponde aos haveres dos bancos comerciais no exterior.

Como resultado dessas tendências, em dezembro de 2005, a dívida externa total (pública e privada) somava US\$ 103 bilhões, valor inferior aos estoques de investimento externo direto (US\$ 130 bilhões) e de portfólio (US\$ 109 bilhões).²⁵

Finalmente, a análise da inserção financeira da economia brasileira não pode deixar de mencionar a existência de uma outra modalidade de investimento de portfólio, que tem a especificidade de não ser captada pela contabilidade do balanço de pagamentos, qual seja: as aplicações dos investidores estrangeiros nos mercados de derivativos domésticos, permitida na gestão Armínio Fraga Neto na presidência do Banco Central (ver Quadro 1). Como detalhado na SEÇÃO III deste boletim, o crescimento dessas aplicações e das posições nos mercados *offshore* de Real foi decisivo no movimento de apreciação da moeda nacional em 2005²⁶ (já que os movimentos nos mercados futuros se transmitem ao mercado à vista devido às operações de arbitragem). Além do contexto de ampla liquidez internacional e quedas sucessivas do risco-Brasil, estas aplicações foram estimuladas pelo anômalo diferencial entre os juros externos e internos. Esse diferencial também induziu a ampliação das posições vendidas em moeda estrangeira pelos bancos atuantes no mercado de câmbio brasileiro em 2005, que adicionaram pressões baixistas à cotação do Real. O ingresso líquido de divisas no mercado de câmbio à vista ao longo de 2004 e 2005 (associado aos superávits comerciais e aos fluxos de capitais voluntários),²⁷ apesar de positivo, não seria suficiente para provocar uma apreciação na magnitude observada desde meados de 2004 (ver Tabela 2).

Tabela 2
Mercado à vista de câmbio (US\$ bilhões)

Período	Operações com clientes no país			Posição dos Bancos	
	Comercial	Financeiro	Saldo	Comprada	Vendida
2004.I	7860	-3523	4337		1346
2004.II	12298	-9645	2654	812	
2004.III	8596	-6681	1915		598
2004.IV	7 918	- 4 899	3019		1368
2004	36 672	- 24 747	11925		1368
2005.I	10 076	- 1 271	8805		3076
2005.II	13 075	- 12 626	449		2667
2005.III	13 448	- 12 720	728		1938
2005.IV	15 174	- 5 846	9328		4111
2005	51 773	- 32 463	19310		4111
2006.I	13 622	4 070	17692	5603	

Fonte: Bacen.

²⁵ No primeiro trimestre de 2006, a dívida externa privada registrou crescimento, de cerca de US\$ 5 bilhões, mas ainda é cedo para saber se este movimento significa uma retomada do endividamento externo privado. É mais provável que o diferencial ainda elevado entre os juros internos e externos num contexto de redução adicional do risco-Brasil tenha estimulado operações arbitragem pelas instituições financeiras residentes. Ademais, o baixo nível de endividamento externo de alguns empresas residentes também pode ter estimulado o retorno ao mercado financeiro internacional.

²⁶ As operações *on-shore*, ou seja, no mercado doméstico, com derivativos da taxa de câmbio do Real são realizadas na BM&F. Já nas operações *off-shore*, os *Non-Deliverable Forward* (NDF), negociados em mercados de balcão, são o instrumento privilegiado para a negociação da taxa de câmbio da moeda brasileira, bem como das demais moedas dos países emergentes (ver SEÇÃO V).

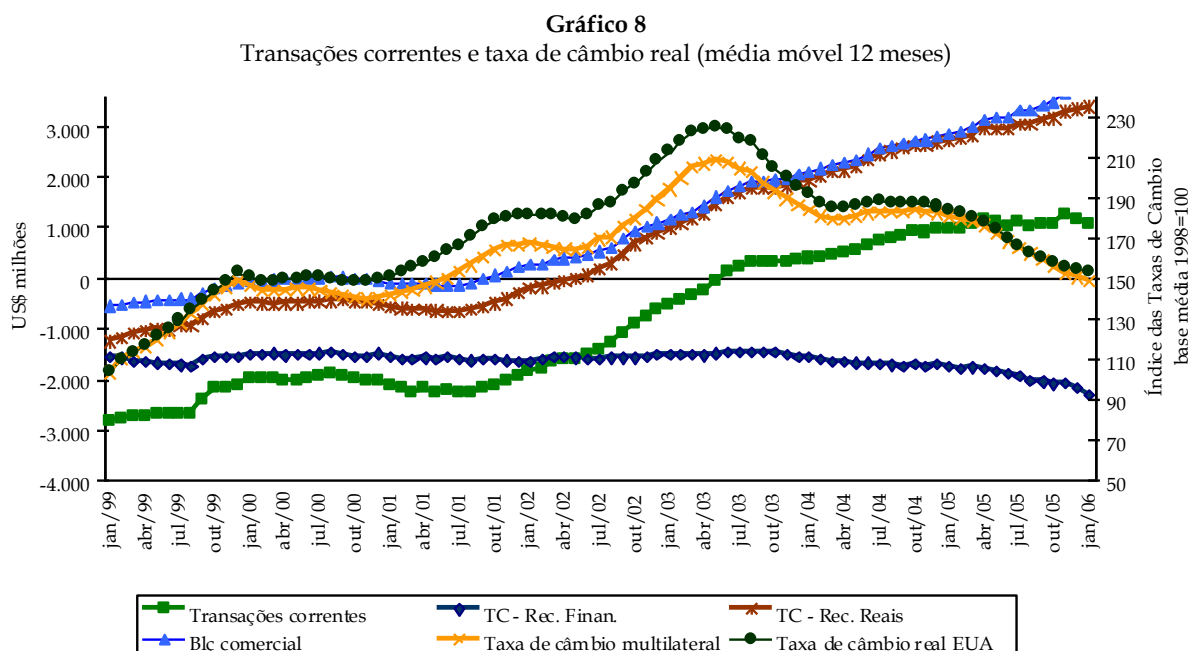
²⁷ Além do superávit em transações correntes (ancorado na balança comercial), os fluxos de capitais voluntários, registrados na conta financeira, contribuíram igualmente para a abundância de divisas. Como já ressaltado, o resultado desta conta somente foi deficitário devido aos pagamentos ao FMI no âmbito das operações de regularização e às compras de divisas pelo Tesouro Nacional no mercado de câmbio por intermédio do Banco do Brasil. Estas compras são registradas como saída de capitais (uma vez que as divisas adquiridas devem ser necessariamente utilizadas na quitação de compromissos da dívida externa soberana num prazo máximo de seis meses).

A menção dos volumes negociados com derivativos de taxa de câmbio na BM&F contribui para esclarecer o papel dessas transações virtuais no comportamento dessa taxa. Por exemplo, em março de 2006, último dado disponível, o valor nominal desses derivativos na BM&F totalizou US\$ 256,4 bilhões, contra cerca de US\$ 12 bilhões no mercado à vista (dos quais US\$ 6,2 bilhões são negociados no pregão da BM&F).²⁸

O movimento de apreciação nominal do Real transmitiu-se para a taxa de câmbio real, um dos condicionantes centrais do desempenho da balança comercial das economias (ver item 1.2). Como a manutenção desta taxa num patamar competitivo (bem como a contenção da sua volatilidade nominal) constitui uma variável-chave para a obtenção de uma inserção comercial virtuosa, vários países periféricos têm perseguido uma gestão cambial mais intervencionista após a adoção do regime de câmbio flutuante. O desafio consiste em evitar que a trajetória da taxa de câmbio nominal, induzida pelo comportamento dos fluxos de capitais, comprometa o desempenho da balança comercial, ampliando a fragilidade externa das economias. Pode-se afirmar que a experiência brasileira recente é elucidativa dos desafios enfrentados pelas autoridades monetárias dos países periféricos na gestão da política cambial num ambiente de elevada mobilidade de capitais.

1.2 A inserção comercial

A característica mais aparente da inserção comercial nos três primeiros anos do governo Lula foi a obtenção de superávits crescentes na balança comercial, que foram suficientes para garantir resultados positivos nas transações correntes (ver Gráfico 8).



Fonte: Bacen.

²⁸ Informações disponíveis no site da BM&F <www.bmf.com.br>.

Essa balança passou a registrar sinal negativo após o Plano Real, cujos pilares foram o regime de câmbio administrado e o contexto de abertura comercial. Este plano foi eficaz no controle da inflação, a partir do uso da chamada “âncora cambial”, mas, em contrapartida, resultou numa valorização ininterrupta da taxa de câmbio real – dada a lenta convergência entre os preços externos e internos – que gerou desequilíbrios comerciais crescentes.

Num primeiro momento, estes desequilíbrios coincidiram com a fase de “*feast*” do ciclo de liquidez dos anos 1990 (ver SEÇÃO III) e foram financiados pelo ingresso de recursos externos, atraídos pelo diferencial positivo entre os juros internos e externos. Todavia, quando esta fase foi substituída pela de “*famine*”, após as crises asiática e russa, este diferencial – por sinal, crescente – revelou-se insuficiente para deter o ataque especulativo contra o Real. Este ataque, que se iniciou no quarto trimestre de 1998, teve como desfecho a crise cambial de janeiro de 1999 – que resultou em desvalorização da moeda doméstica – e a substituição do regime de bandas cambiais pelo câmbio flutuante.

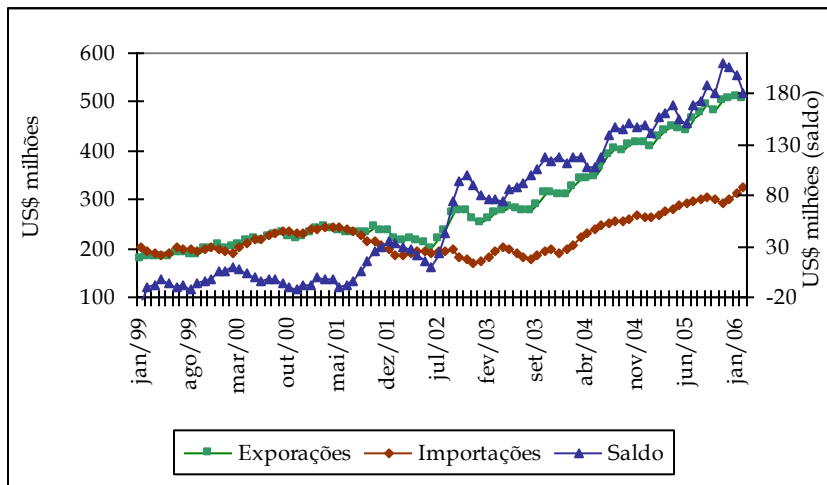
Nos dois primeiros anos após a mudança do regime cambial, a resposta das exportações e das importações à taxa de câmbio desvalorizada foi tímida. No biênio 2001-2002, o novo patamar da taxa de câmbio num contexto de desaceleração da demanda doméstica surtiu efeitos mais expressivos sobre a balança comercial devido, sobretudo, à redução das importações.²⁹ A partir de 2003, as exportações iniciaram uma trajetória consistente de crescimento, que se transmitiu ao saldo graças às taxas de crescimento inferiores das importações (a resposta aparentemente tardia das exportações ao estímulo cambial será analisada a seguir). Assim, o co-movimento, mesmo que com algum *lag*, entre a taxa de câmbio real e o saldo comercial foi mais uma vez observado, como previsto pela teoria econômica e observado por vários estudos empíricos³⁰ (ver Gráficos 9 e 10). Ou seja, o governo Lula recebeu os “bônus” da mudança cambial (uma das “heranças” do segundo governo FHC), sem arcar com os seus “ônus” (como a deterioração do poder de compra dos trabalhadores).

Todavia, a partir de 2003, os superávits comerciais crescentes são acompanhados por uma tendência quase ininterrupta de queda da taxa de câmbio real, ou seja, de apreciação da moeda doméstica (ver Gráfico 8). Num primeiro momento, era de se esperar alguma apreciação do Real, como reflexo da reversão do *overshooting* cambial de 2002 num contexto de liquidez internacional mais favorável, que se instaura em 2003 (ver SEÇÃO III). Contudo, a partir de então, a apreciação da taxa de câmbio nominal – que se transmitiu à taxa real – não esteve associada somente ao ingresso líquido de divisas no mercado de câmbio à vista, mas também ao patamar anômalo da taxa de juros básica que condicionou movimentos especulativos nos mercados derivativos financeiros de ativos brasileiros, como mencionado no item 1.1. Ademais, é este patamar que acaba impondo sérios constrangimentos à compra de divisas pela autoridade monetária, ao elevar o custo das operações de esterilização, reduzindo o raio de manobra do banco central brasileira na gestão cambial.

²⁹ Alguns estudos fornecem indícios de que houve um processo de substituição de importações nesse período. Essa questão será retomada no final desse item.

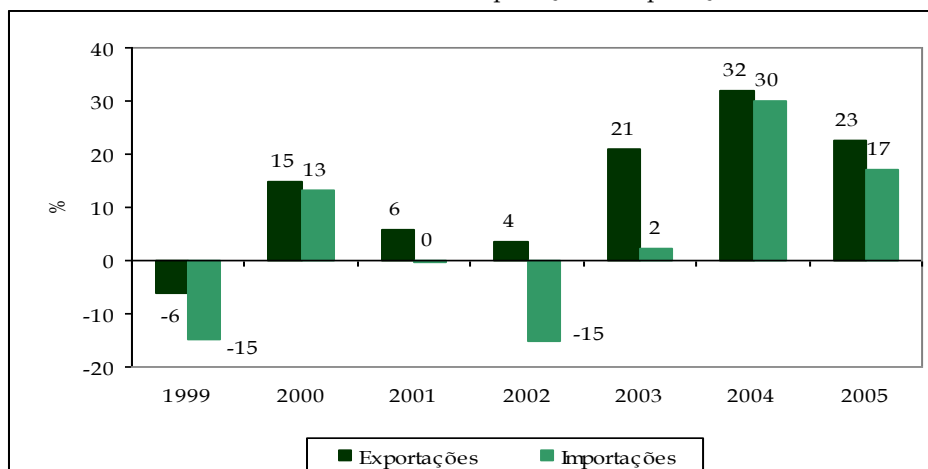
³⁰ Ver Holland, M.; Xavier, C. L. Dinâmica e competitividade setorial das exportações brasileiras: uma análise de painel para o período recente. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 14, n. 1, p. 85-108, 2005; Marçal, E. F.; Monteiro, W. O.; Nishijima, M. Saldos comerciais e taxa de câmbio real: uma nova análise do caso brasileiro. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 33, 2005. *Anais...* Belo Horizonte: ANPEC - Associação Nacional dos Centros de Pós-graduação em Economia, 2005.

Gráfico 9
Saldo comercial dessazonalizado (média móvel 3 meses)



Fonte: MDIC. Elaboração própria.

Gráfico 10
Taxa de crescimento das exportações e importações



Fonte: MDIC. Elaboração própria.

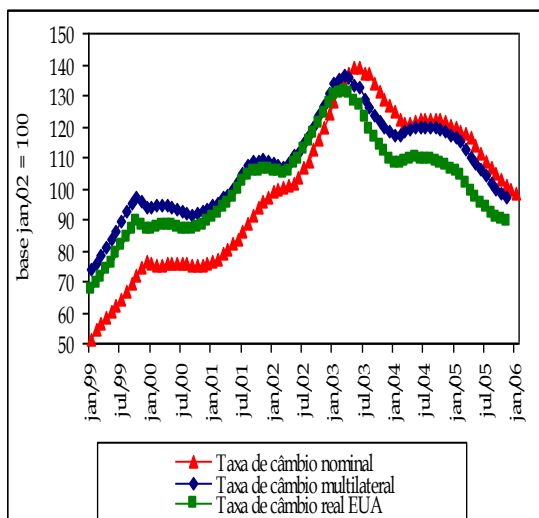
O fato da taxa de câmbio real ter acompanhado, praticamente *pari passu*, a taxa de câmbio nominal nos dois critérios utilizados, revela a interdependência entre os dois fenômenos (ver Gráfico 11). Na análise desta interdependência, vale lembrar a fórmula de cálculo da taxa de câmbio real (e): $e = E_{R\$/US\$} \cdot (P_{ext.US\$} / P_{int.R\$})$. Ou seja, essa taxa é o resultado da interação entre a taxa de câmbio nominal ($E_{R\$/US\$}$) e a razão entre os preços externos (medidos em dólares) e os preços internos (medidos em reais). Poder-se-ia argumentar que esta apreciação nominal estaria somente contrabalançando os ganhos de termos de troca da economia brasileira, proporcionados pela alta dos preços de várias *commodities* exportadas pelo país no período recente, como soja e derivados, minério de ferro e aço (ver SEÇÃO III). Se o aumento da razão (P_{ext}/P_{int}), entendida como uma *proxy* dos termos de troca,³¹ não fosse neutralizado pela queda da taxa de câmbio

³¹ Os termos de troca do país consistem na relação entre os preços das exportações e os preços das importações.

nominal (E), esses ganhos não seriam absorvidos – na forma de aumento do poder de compra dos salários. A consequência seria a alta dos índices de preços internos,³² ou seja, a inflação interna se converteria no mecanismo de ajuste, neutralizando o aumento dos preços externos.

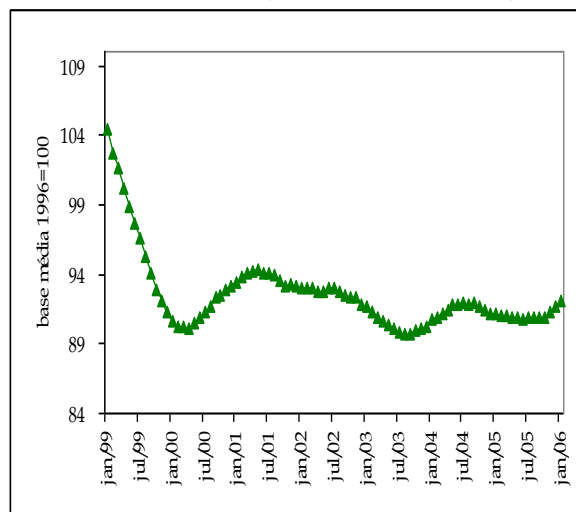
Este argumento, contudo, não parece sustentável. Apesar da economia brasileira ter se beneficiado de ganhos de termos de troca nos últimos anos, de acordo com cálculos da Unctad (2005b³³) esses ganhos foram de somente 3,0% entre 2002-2004. O índice de termos de troca, calculado a partir dos índices de preços das exportações e importações da Funcex, corrobora esse resultado. Como revela o Gráfico 12, este índice recuperou-se após o ano 2000, mas os ganhos de termos de troca a partir de então foram tímidos. A maior diversificação da pauta exportadora em direção a bens manufaturados e a composição da nossa pauta de importação explicam, em grande parte, o pior desempenho dos termos de troca da economia brasileira em relação aos demais países da América Latina no ciclo recente de preços das *commodities* (segundo a Unctad, no caso do Chile, Peru, Venezuela e Argentina esses ganhos superaram 10% entre 2002 e 2004).

Gráfico 11
Taxas de câmbio nominal e real



Fonte: Bacen. Elaboração própria.

Gráfico 12
Termos de troca (média móvel 12 meses)



Fonte: Funcex. Elaboração própria.

A alta recente das cotações de diversas *commodities* exportadas pelo Brasil constitui, por sua vez, um dos fatores explicativos para a relação *sui generis* entre saldo comercial e taxa de câmbio real observada nos três primeiros anos do governo Lula. Esta alta constitui uma das dimensões do “choque externo benigno” que beneficiou as exportações brasileiras neste período, ao lado da expansão real do comércio mundial. Essas duas dimensões, por sua vez, se auto-reforçaram e estão estreitamente vinculadas ao crescimento econômico dos Estados Unidos e da China (ver Seções II e III).

³² Este tipo de argumento foi defendido recentemente pelo diretor do Banco Central Afonso Bevilaqua. Ver Ribeiro, A. Para Bevilaqua, juros altos não valorizam real. *Valor Econômico*, 30 set. 2005. p. C2.

³³ Ver Unctad. *Trade and Development Report*. Genève: United Nations for Trade and Development, Sept. 2005b. cap. 3

A análise da pauta de exportação por classe de produto em termos de preço e quantum contribui para elucidar a contribuição dos dois componentes do “choque externo benigno” sobre as exportações, bem como para esclarecer a resposta lenta do saldo comercial à desvalorização de 1999. No triênio 2003-2005, tanto a alta dos preços como o crescimento do quantum contribuíram para a performance positiva das exportações, sendo que a influência deste último foi maior no total das exportações. Já no período 1999-2002, o comportamento dessas duas variáveis foi divergente: enquanto o quantum expandiu-se, o comportamento dos preços foi desfavorável (ver Gráficos 13 e 14).

Gráfico 13
Exportações: variações preço, quantum e valor

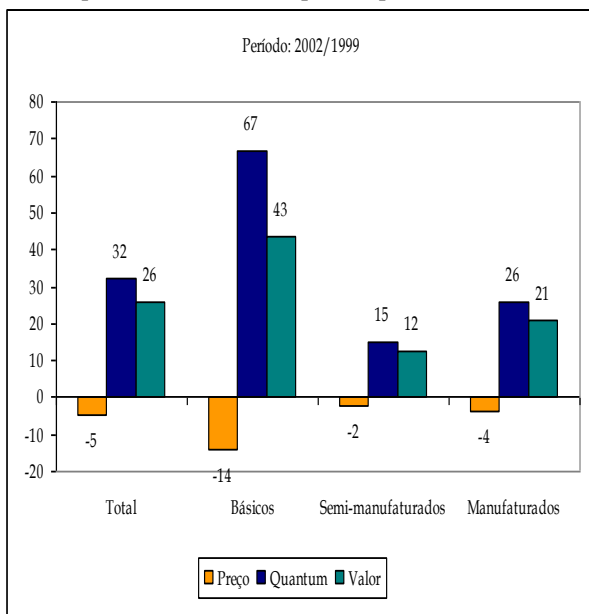
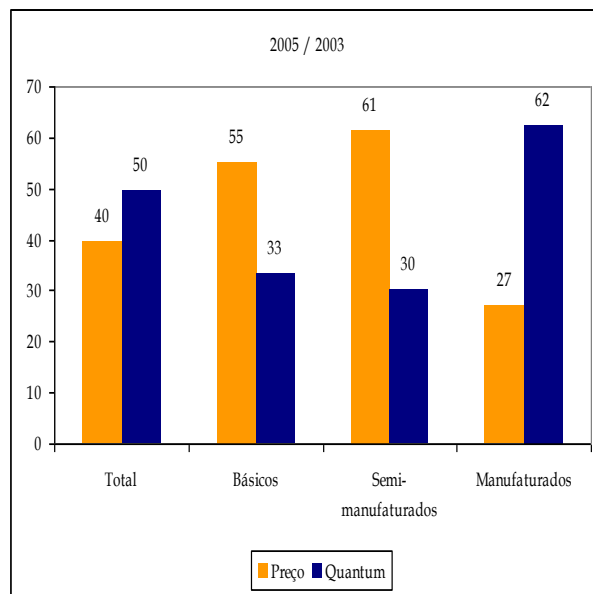
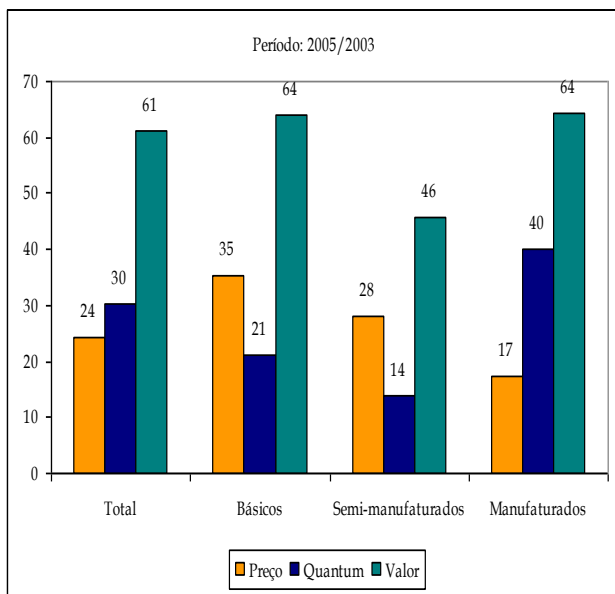
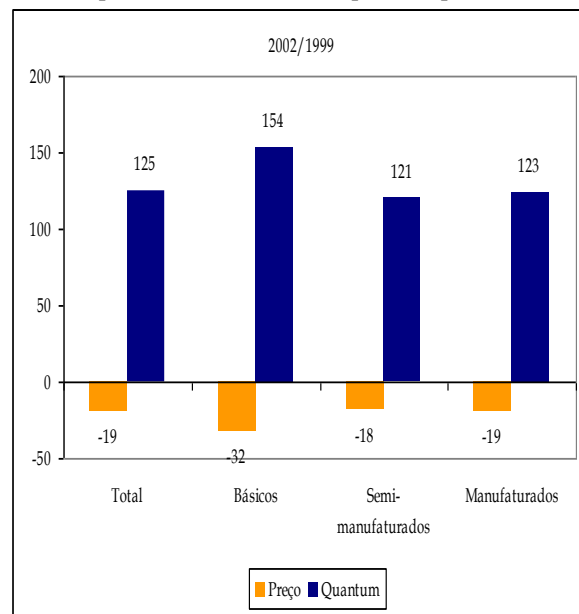


Gráfico 14
Exportações: contribuição preço e quantum



Fonte: Funcex. Elaboração própria.

Fonte: Funcex. Elaboração própria.

Considerando as três classes de produto, a resposta das duas variáveis foi heterogênea nos dois subperíodos. No caso dos básicos, o desempenho do quantum é mais favorável no primeiro período, mas a queda dos preços neutralizou em parte este desempenho. Como ressaltam Markwald e Ribeiro (2005³⁴), o boom exportador desses produtos precedeu o período normalmente considerado (pós-2003) e não foi percebido com clareza devido a essa queda. Nos semimanufaturados, como a expansão do quantum foi semelhante nos dois subperíodos, a melhor performance após 2003 decorreu, igualmente, do comportamento dos preços. Assim, no âmbito dos produtos básicos e semimanufaturados, não houve resposta tardia do quantum exportado à desvalorização cambial de 1999. O pequeno crescimento do volume das vendas externas entre 1999 e 2002 decorreu da redução dos preços.

Já no caso das exportações de manufaturados, a expansão do quantum foi mais expressiva no segundo subperíodo (40% contra 26%) e constituiu o principal determinante do crescimento do seu valor. Assim, somente para essa classe de produto houve uma certa defasagem da reação das quantidades exportadas ao estímulo cambial de 1999. Este comportamento diferenciado está associado às particularidades dos setores de bens manufaturados em relação à estrutura de mercado e à formação de preços. Como esses bens não são *commodities* e, assim, não têm preços fixados no mercado internacional (salvo algumas exceções), a concorrência via preço é importante, ao lado da diferenciação de produtos. Isto quer dizer que as sucessivas desvalorizações da moeda doméstica (1999, 2001 e 2002) significaram aumento da competitividade nesses setores, o qual surtiu efeito sobre o quantum exportado após um certo *lag* devido tanto aos maiores custos iniciais do redirecionamento das vendas para os mercados externos, como aos efeitos mais perversos da apreciação ininterrupta de taxa de câmbio real entre 1994 e 1998 sobre a sua competitividade.

As decisões estratégicas das empresas residentes, nacionais e estrangeiras, de direcionar para o exterior uma parcela relevante de sua produção de manufaturas surtiram efeito sobre o quantum, sobretudo, após 2002. Além daquelas desvalorizações, essas decisões também foram estimuladas pelo encolhimento do mercado doméstico, pela menor incidência de carga tributária sobre essas vendas vis-à-vis às internas e pelo acesso a crédito externo mais barato (esse último, mais relevante no caso das nacionais).³⁵ Apesar da instalação de novas firmas nesse período, atraídas pelo estímulo cambial, e da ampliação do número de empresas exportadoras, de acordo com o estudo de Markwald e Ribeiro (2005) as grandes empresas que já atuavam no comércio exterior (mesmo que marginalmente) foram responsáveis por 75% do crescimento das exportações no período 1998-2004.

A reação mais expressiva do quantum exportado de bens manufaturados no período 2003-2005 também esteve diretamente associada à retomada do crescimento da economia internacional a partir de 2002, sob liderança dos Estados Unidos e dos países asiáticos, com destaque para a China (ver SEÇÕES I e II). O “engate” da economia brasileira no ciclo recente de expansão da economia e do comércio mundiais foi favorecido, por sua vez, pela diversificação geográfica das exportações

³⁴ Markwald, R.; Ribeiro, F. Análise das exportações brasileiras sob a ótica das empresas, produtos e mercados. *Revista Brasileira de Comércio Exterior*, n. 85, p. 3-20, 2005.

³⁵ Ver Mendonça de Barros, L. C. O macro e o micro na economia brasileira. *Folha de São Paulo*, 15 out. 2004. p. B2; Balbi, S. Múltis usam país como base exportadora. *Folha de São Paulo*, 17 out. 2004. p. B1.

brasileiras em direção aos mercados não-tradicionais, em curso desde 1998³⁶ (ver Tabela 3). Assim, ao mesmo tempo em que os Estados Unidos continuam sendo um importante mercado de destino das nossas vendas externas, a China e os demais países da região Ásia-Pacífico, outro pólo neste ciclo, passam de uma participação de somente 5,1% em 1998 para 10,6% em 2005 nessas vendas (por sinal, a mesma tendência é observada para a América do Sul – ver SEÇÃO III).³⁷

Tabela 3
Mercado de destino das exportações

	Destino das exportações (%)					Var. na particip.(%)	
	1998	1999	2002	2003	2005	1999-2002	2003-2005
Mercados tradicionais	79,3	78,7	71,5	69,5	67,2	-7,3	-2,3
Mercosul	17,4	14,1	5,5	7,8	9,9	-8,6	2,2
União Européia (15)	28,8	28,6	25,0	24,8	22,4	-3,6	-2,4
Japão	4,3	4,6	3,5	3,2	2,9	-1,1	-0,2
CAN	4,7	3,7	4,4	3,3	4,9	0,8	1,6
México	2,0	2,2	3,9	3,8	3,4	1,7	-0,3
Estados Unidos + Canadá	20,1	23,7	26,7	24,2	20,6	3,1	-3,6
Chile	2,0	1,9	2,4	2,6	3,1	0,6	0,5
Mercados não tradicionais	19,7	19,8	27,0	29,0	31,0	7,2	2,1
China	1,8	1,4	4,2	6,2	5,8	2,8	-0,4
MCCA+CARICOM	0,8	0,9	1,7	1,8	3,1	0,8	1,3
Asia-Pacífico	3,3	4,0	4,7	4,6	4,8	0,7	0,2
África	3,2	2,8	3,9	3,9	5,1	1,1	1,1
Europa Oriental	2,3	2,5	2,9	3,1	3,3	0,5	0,2
Oriente Médio	3,2	3,1	3,9	3,9	3,6	0,8	-0,2
Resto do mundo	5,1	5,2	5,7	5,6	5,5	0,6	-0,1
Provisão de navios	1,0	1,5	1,5	1,5	1,7	0,1	0,2
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0		

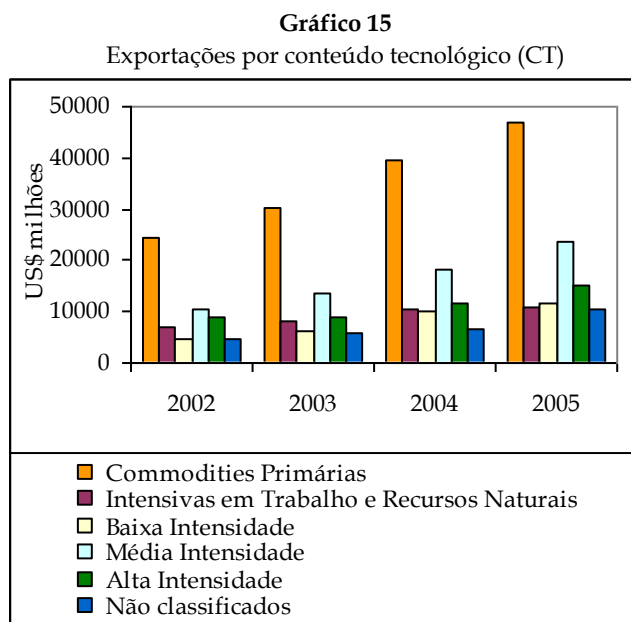
Fonte: MDIC. Elaboração própria.

Um retrato completo da inserção comercial da economia brasileira no triênio 2003-2005 requer, igualmente, a análise do perfil desta inserção (saldo, das exportações e das importações) de forma mais desagregada. Para tanto, serão utilizados dois tipos de dados: por conteúdo tecnológico e setorial. A questão que se coloca é se houve alterações significativas neste perfil, de acordo com os dois critérios utilizados. Uma atenção especial será concedida às exportações, dado seu papel central para a geração dos superávits comerciais no período.

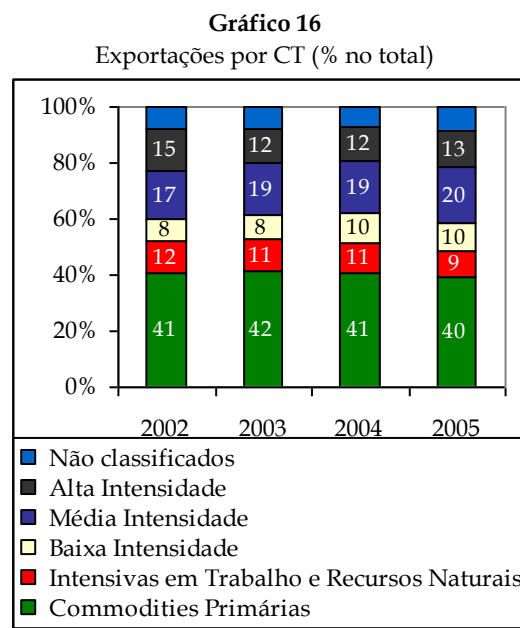
³⁶ Como destacam Markwald e Ribeiro (2005), a diversificação geográfica das nossas exportações em direção aos mercados não-tradicionais contribuiu para sustentar o crescimento das nossas exportações no período 1999-2002, quando a demanda dos mercados tradicionais na América do Sul, principalmente da Argentina, e os preços das exportações retraíram.

³⁷ O impacto das iniciativas de política externa do governo Lula - que procurou estreitar as relações do Brasil com os países latino-americanos e africanos - sobre a diversificação geográfica das nossas exportações é difícil de ser avaliado. Todavia, essas iniciativas podem ter tido algum efeito em termos de abertura de mercados nessas duas regiões. Sobre essa política, ver Almeida, P. R. de. Uma política externa engajada: a diplomacia no governo Lula. *Revista Brasileira de Comércio Exterior*, ano XIX, n. 83, 2005.

A pauta exportadora brasileira continua concentrada em *commodities* agrícolas e industriais, produtos de baixa intensidade tecnológica e bens intensivos em trabalho e recursos naturais.³⁸ Como as elevadas taxas de crescimento das vendas externas de bens de média e alta intensidade tecnológica no biênio 2004-2005 não foram suficientes para alterar sua participação relativa no total das exportações (ver Gráficos 15 e 16), o perfil dessa pauta em termos de conteúdo tecnológico manteve praticamente constante entre 2002 e 2005.



Fonte: Secex-MDIC. Elaboração Neit-Unicamp.



Fonte: Secex-MDIC. Elaboração Neit-Unicamp.

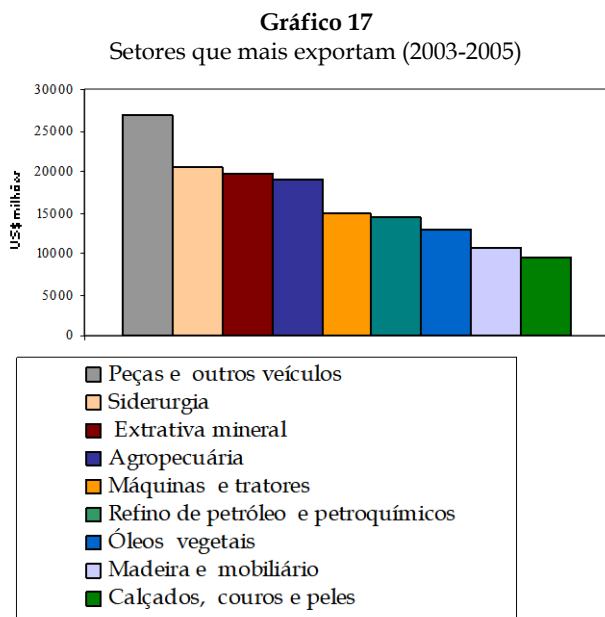
A abordagem setorial das exportações permite identificar os setores relevantes em cada grupo de intensidade tecnológica. No caso das *commodities* primárias destacam-se o setor de extrativa mineral e a agropecuária, beneficiados pela alta dos preços no mercado internacional¹ e pela pujante demanda chinesa. Na agropecuária, a expansão do quantum exportado desde 1999 foi beneficiada pelo aumento da competitividade, associado aos ganhos de escala (com a expansão da área plantada), ao desenvolvimento de novas sementes (Embrapa) e aos baixos salários, mas em contrapartida o desempenho dos preços não foi tão favorável como naquele setor. No grupo de baixa intensidade tecnológica desponta como o mais relevante o setor siderúrgico, que também se beneficiou do crescimento das cotações internacionais e das importações chinesas, bem como de vantagens comparativas estruturais (associadas à dotação de recursos naturais e à escala de produção).

Esta abordagem também permite identificar quais setores industriais de média e alta intensidade tecnológica contribuíram para o crescimento das vendas externas no triênio 2003-2005

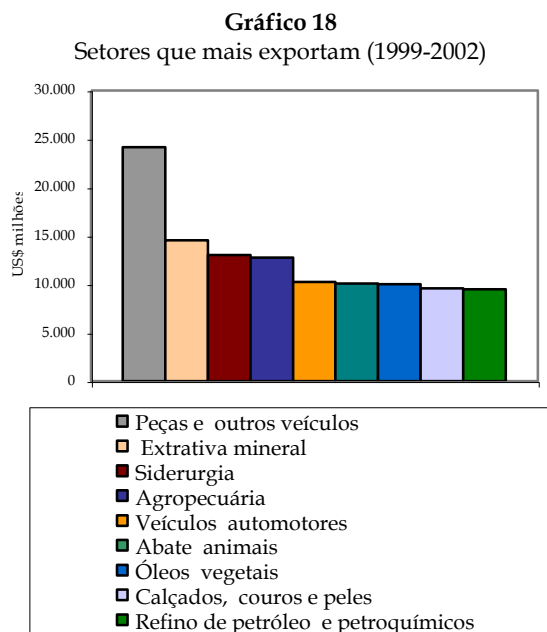
³⁸ A classificação da pauta de comércio exterior brasileiro de acordo com o seu perfil tecnológico foi feita a partir da metodologia da Unctad. *Trade and Development Report*. Geneve: United Nations Conference on Trade and Development, 2002, cap. 3. Essa metodologia agrega produtos da *Standard International Trade Classification* (SITC) Revisão 2 a três dígitos de desagregação de acordo com o grau de intensidade. As categorias são: *commodities* primárias, produtos intensivos em trabalho e recursos naturais; bens de baixa intensidade tecnológica; bens de média intensidade tecnológica (MI); bens de alta intensidade tecnológica (AI); e produtos não classificados.

(ver Gráficos 17, 18 e 19). De acordo com Nassif e Puga (2004³⁹), o coeficiente de exportação da indústria brasileira passou de 14,7% em 1998 para 22,3% em 2003, sendo que ele aumentou na maioria dos setores. O estudo desses autores também ressalta as diferenças de competitividade internacional dos diversos setores industriais, a partir do cálculo dos índices setoriais de vantagens comparativas reveladas entre 1996 e 2004.⁴⁰ Os resultados mostram que, no âmbito da indústria de transformação, além da manutenção das vantagens comparativas nos setores onde a economia brasileira tem “competitividade estrutural” – como aqueles intensivos em trabalho e/ou em recursos naturais –, nesse período houve ganhos expressivos de competitividade nos setores de “veículos automotores”, “aviação/ferroviário/embarcações/motos” – em função, sobretudo, do setor de aviação – e de “móveis”.

No segmento de alta intensidade tecnológica (AI), o setor líder é o de “peças e outros veículos” – que guarda uma relação estreita com o agregado “aviação/ferroviário/embarcações/motos” do estudo de Nassif e Puga, pois em ambos predomina o setor “aviação”. Seus ganhos de vantagem comparativa – que transparece no índice de VRC deste agregado – são dinâmicos e se ancoram no principal exemplo de inserção externa exitosa da indústria brasileira após a década de 1990, alcançada mediante o “fortalecimento do binômio empresa nacional (Embraer/fornecedores locais)/planejamento público (desenvolvimento tecnológico e financiamento)” (Coutinho; Hirakuta; Sabbatini, 2003⁴¹).



Fonte: Funcex. Elaboração própria.



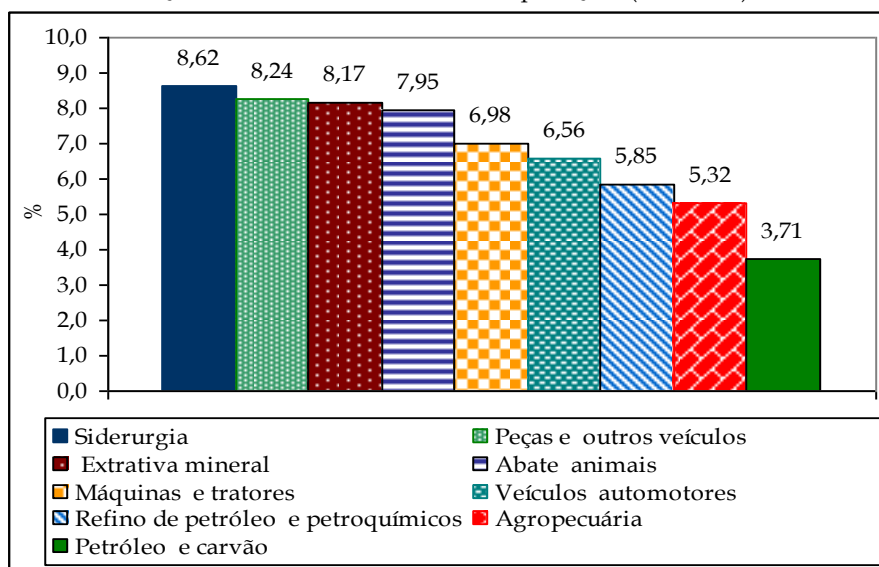
Fonte: Funcex. Elaboração própria.

³⁹ Nassif, A.; Puga, F. P. *Estrutura e competitividade da indústria brasileira: o que mudou?* Rio de Janeiro: Bndes, 2004.

⁴⁰ O Índice de Vantagens Comparativas Reveladas (VCR), utilizado como indicador de competitividade internacional, é calculado a partir da seguinte fórmula: $VCR = 1000/PIB [(X_i - M_i) - ((X_i + M_i)(X + M))/(X - M)]$, onde X e M são, respectivamente, exportações e importações totais do país e X_i e M_i as exportações de cada setor. O primeiro membro entre colchetes corresponde ao saldo comercial efetivo por setor, enquanto o segundo ao saldo comercial neutro, ou seja, o saldo que ocorreria se a participação de cada produto no saldo comercial brasileiro fosse igual à sua participação na corrente de comércio do país. Se o sinal de VCR for positivo (negativo) o país tem vantagem (desvantagem) comparativa em determinado setor.

⁴¹ Coutinho, L; Hirakuta, C.; Sabbatini, R. *O desafio da construção de uma inserção externa dinamizadora*. Texto produzido para o Seminário Brasil em Desenvolvimento, UFRJ, Rio de Janeiro, set. 2003.

Gráfico 19
Contribuição setorial ao crescimento das exportações (2003-2005)



Fonte: Funcex. Elaboração própria.

Já no grupo de média intensidade tecnológica, os destaques são os setores de “veículos automotores” e “máquinas e tratores”. No primeiro setor, dominado por Empresas Transnacionais (ETs), há fortes indícios de que essas empresas adotaram, no período recente, a estratégia de transformar suas filiais brasileiras em plataformas de exportação, não somente em âmbito regional (Mercosul), mas também global. Além dos ganhos de competitividade, captados pelo índice de VCR – associados, não somente às economias de escala e de escopo propiciadas pelo tamanho do mercado interno, mas também ao acordo automotivo vigente na década de 1990 – esta estratégia foi condicionada por fatores internos, em princípio conjunturais, como o encolhimento do mercado doméstico e a taxa de câmbio mais favorável após 1999. Como destacam Baer e Cintra (2004⁴²), este encolhimento estimulou as empresas do setor a buscarem ativamente o mercado externo – diante da elevada capacidade ociosa do período 2000-2002, que chegou a 53% – e, simultaneamente, a procurarem novos mercados, dada a retração do mercado argentino.⁴³ Ademais, a partir de 2003 as vendas dessa indústria também foram impulsionadas pelo acordo comercial com o México, pela apreciação da moeda mexicana – que deteriorou a competitividade das exportações mexicanas de automóveis – e pelo crescimento da demanda da Argentina com a recuperação econômica após 2002.

Em relação ao segmento de “máquinas e tratores” (não contemplado no estudo de Nassif e Puga), também parece ter havido ganhos de vantagem comparativa. Segundo Baer e Cintra (2004), assim como no caso da indústria automobilística, nesse segmento a frustração em relação ao

⁴² Baer, M.; Cintra, M. A. M. *Brasil: investimento estrangeiro direto e estratégias empresariais*. Santiago do Chile: Comissão Econômica para América Latina e Caribe (Cepal), set. 2004.

⁴³ “Esse desempenho exportador mais relevante das indústrias localizadas no Brasil, principalmente montadoras, parece significar uma mudança estrutural no setor, porque para várias empresas a exportação passou a fazer parte da estratégia. Na medida em que as filiais brasileiras das empresas transnacionais se especializaram em alguns modelos e produtos, inclusive adaptando-os às condições de países em desenvolvimento, acabaram ocupando uma especialização na estratégia global dessas corporações.” (Baer; Cintra, 2004, p. 113).

desempenho do mercado doméstico somada ao tamanho da demanda interna (que resultou em ganhos de escala e aumento da competitividade) induziram, igualmente, as ETs a concentrarem a produção para exportação no país mediante a transferência de linhas de produção de outros países.⁴⁴ Este segmento, como o de “veículos automotores”, também foi beneficiado por uma iniciativa recente de política industrial, o programa “moderfrota”. Ademais, nesses dois segmentos a existência de capacidade ociosa atuou como um importante indutor das vendas para o mercado externo.⁴⁵

Se por um lado, a pauta exportadora brasileira revelou-se funcional dadas as características da expansão econômica da China, o patamar inusitadamente alto dos preços das *commodities* e a recuperação sincronizada da economia e do comércio mundial no período 2002-2005 (resultando, inclusive, no aumento do *market-share* do país nas importações mundiais),⁴⁶ por outro lado a manutenção da importância do grupo de *commodities* primárias na pauta de exportação brasileira reproduz as fragilidades estruturais desta pauta.⁴⁷ Este grupo, que mais contribuiu para o desempenho exportador brasileiro, foi o que menos contribuiu para o desempenho exportador mundial e para o dinamismo exportador de países em desenvolvimento como Índia, China e México (Sarti; Sabbatini, 2003).

Vários estudos sancionam a conclusão de que, em grande parte devido ao seu perfil tecnológico, a pauta exportadora brasileira continua marcada pelo baixo dinamismo. Como mostra Markwald (2004) há uma correlação significativa entre produtos *high-tech* e dinâmicos no comércio mundial, a partir do cruzamento dos critérios de intensidade tecnológica e dinamismo das importações mundiais em 2001.⁴⁸ De acordo com o Ferraz e Ribeiro (2004),⁴⁹ no biênio 2001-2002, 39% das exportações brasileiras referia-se a produtos em decadência no comércio mundial (variações negativas) e 18,9% a produtos em regressão (variações abaixo do crescimento médio desse comércio).

⁴⁴ Em outros setores, também ocorreu uma maior diversificação das vendas em direção ao mercado externo, como no setor de autopeças (no qual, em alguns segmentos de mercado, o desenvolvimento de capacitações tecnológicas no Brasil passaram a ser utilizadas mundialmente) e em alguns nichos do setor de eletroeletrônicos, nos quais a escala de produção supunha se acoplar ao mercado externo (caso da Philips). Já no segmento de linha branca, a queda da renda e a crise energética levaram a indústria a direcionar uma parcela maior da produção para o mercado externo, fato inédito na experiência brasileira. Contudo, no caso desses setores, não há evidência de incorporação do Brasil em estratégias de produção global (Baer; Cintra, 2004).

⁴⁵ Sobre a relação entre capacidade ociosa, crescimento do quantum exportado e da produção, ver Funcex. *Boletim Setorial*, ano IX, n. 2, jul./dez. 2005.

⁴⁶ Segundo Markwald e Ribeiro (2005), o *market-share* do Brasil na importação mundial, que tinha declinado para 0,85% em 1999, passou para 1,17% em 2004. De acordo com dados da OMC, a participação do país nas exportações mundiais atingiu 1,1% em 2005.

⁴⁷ A esse respeito, ver Unctad (2002).

⁴⁸ Ver Markwald, R. Intensidade tecnológica e dinamismo das exportações. *Revista Brasileira de Comércio Exterior*, ano XVIII, n. 79, p. 3-11, abr./jun. 2004. Esse autor também faz uma discussão sobre os méritos e as desvantagens dos indicadores de intensidade tecnológica e dinamismo para a análise do desempenho das exportações. Sobre a correlação entre conteúdo tecnológico e dinamismo, ver também: Sarti, F.; Sabatini, R. *Conteúdo tecnológico do comércio exterior brasileiros*. Campinas: Unicamp. Instituto de Economia, 2003. (Trabalho não publicado).

⁴⁹ Ferraz, G.; Ribeiro, F. Desempenho exportador global e competição nos mercados da União Européia e dos Estados Unidos. *Revista Brasileira de Comércio Exterior*, ano XVIII, n. 80, p. 4-23, jul./set. 2004.

O estudo de Puga (2005⁵⁰) corrobora essa conclusão para o período mais recente. Segundo esse autor, a importância do país nas exportações mundiais de bens de maior intensidade tecnológica continuava bastante reduzida em 2003. Todavia, esse estudo também ressalta que, em contraste com a performance setorial, o desempenho geográfico das exportações brasileiras foi melhor nos mercados consumidores de maior dinamismo, como a China. Mas, é importante mencionar que o aumento da importância desse país como destino das nossas vendas externas esteve associado à ocupação de espaços não-aproveitados até então por setores competitivos, que podem se saturar nos próximos anos.⁵¹ Considerando que $\frac{3}{4}$ das nossas exportações são de *commodities* primárias, enquanto que as importações chinesas vêm se concentrando em produtos de maior conteúdo tecnológico, a continuidade da expansão destas vendas dependerá da diversificação das nossas exportações (Coutinho; Hiratuka; Sabbatini, 2003).

Essa diversificação, em direção a produtos mais diferenciados e intensivos em tecnologia, constitui pré-condição para que o país ocupe um espaço relevante nos mercados consumidores mundiais e, assim, para a ampliação do dinamismo das nossas exportações. De acordo com o estudo do IEDI (2005),⁵² que abrange o ano de 2005, nesse ano a participação dos setores de alto crescimento no comércio mundial entre 1996 e 2001 no total das exportações aumentou em relação a 2004 (22,3% versus 9,4%), assim como dos setores intensivos em P&D (10% versus 7,9). Contudo, segundo esse estudo, além desses percentuais persistirem num patamar muito baixo (em relação ao peso dos setores de baixo dinamismo e conteúdo tecnológico), seu ligeiro crescimento em 2005 decorreu muito mais da conjuntura internacional favorável do que de medidas no âmbito da política industrial, tecnológica e de comércio exterior. Ademais, vale mencionar que as exportações brasileiras de alta intensidade tecnológica concentram-se em poucos produtos: basicamente, aviões da Embraer e telefones celulares.

Além da pauta de exportação, o padrão de inserção comercial externa da economia brasileira depende, igualmente, da composição das importações. Enquanto do lado das exportações predominam as *commodities* primárias, as importações são concentradas em produtos de média e alta intensidade tecnológica (ver Gráficos 20 e 21). A participação desses produtos no total das compras externas manteve-se praticamente a mesma entre 2002 e 2005, superando 60%. Isto quer dizer que os efeitos da mudança cambial sobre a estrutura da pauta de importações foram muito tímidos.⁵³

Esse resultado decorre, em parte, da natureza da propriedade de capital nos setores de “alta intensidade tecnológica” (equipamentos eletrônicos, material elétrico, produtos químicos e farmacêutico, dentre outros). Nesses setores, dominados pelas grandes empresas transnacionais, não houve substituição de importações em resposta às variações de preços relativos após as

50 Puga, F. P. *A inserção do Brasil no comércio mundial: o efeito china e potenciais de especialização das exportações*. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, out. 2005. (Texto para Discussão, n. 106).

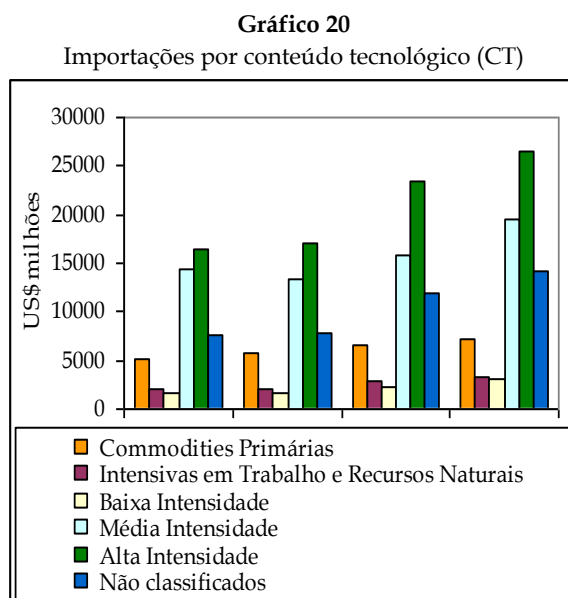
51 Essa saturação já está sendo observada no setor siderúrgico. Desde 2004, o crescimento da produção siderúrgica na China superou o consumo interno, reduzindo a demanda externa por aço. Esta tendência deve se intensificar nos próximos anos, segundo estimativa do *World Steel Dynamics*, consolidando a posição da China como exportadora líquida de aço.

52 IEDI. *O comércio exterior brasileiro em 2005*. São Paulo: Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial, mar. 2006.

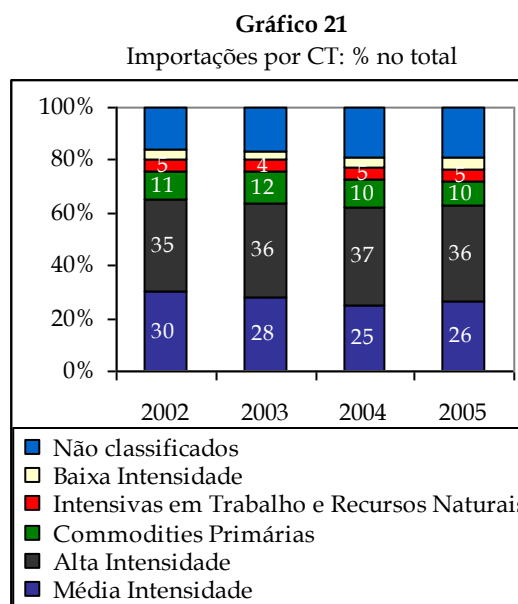
53 Em relação à abertura comercial, no governo Lula não houve mudanças substantivas mediante medidas unilaterais ou bilaterais. No âmbito multilateral, as negociações da Rodada da Doha ainda não foram concluídas.

desvalorizações cambiais (Fligenspan, 2005⁵⁴), como era de se esperar, dadas as escalas de produção necessárias e ao controle da tecnologia por essas empresas (Carneiro, 2002⁵⁵; IEDI, 2002). Essa substituição exigiria a coordenação do Estado, mediante políticas industrial, de ciência e tecnologia e de comércio exterior integradas, voltadas para: a atração de investimentos destas empresas, a valorização da participação das filiais brasileiras nas redes mundiais de fornecimento; e ampliação dos investimentos de empresas nacionais do setor (Coutinho; Hiratuka; Sabbatini, 2003).⁵⁶

Já nos setores produtores de insumos onde houve substituição de importações (medida pela redução do coeficiente importado) após a adoção do regime de câmbio flutuante – de acordo com o estudo de Fligenspan, doze dos 26 setores industriais pesquisados, vários do segmento de média intensidade tecnológica – essa mudança não têm necessariamente caráter estrutural, pois ocorreu simultaneamente à queda da demanda doméstica dos setores que utilizam esses insumos. Assim, é provável que num contexto de retomada sustentável do crescimento, ocorra aumento das importações desses setores e elevação do coeficiente importado.



Fonte: Secex-MDIC. Elaboração Neit-Unicamp.



Fonte: Secex-MDIC. Elaboração Neit-Unicamp.

Destacam-se as contribuições significativas ao crescimento das importações (e negativas ao do saldo) de outros setores liderados pelas ETs, mas nos quais as filiais brasileiras não foram escolhidas seja como *locus* da produção de insumos de maior valor agregado – caso, por exemplo,

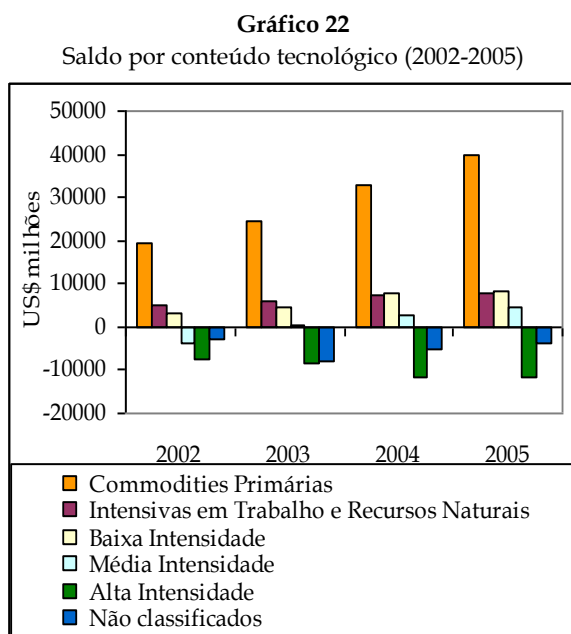
⁵⁴ Fligenspan, F. Houve um processo de substituição de importações na indústria brasileira no período pós-desvalorizações cambial? *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 14, n. 1, p. 109-131, jan./jun. 2005.

⁵⁵ Ver Carneiro, R. *Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no último quarto do século XX*. São Paulo: Editora Unesp/IE-Unicamp, 2002.

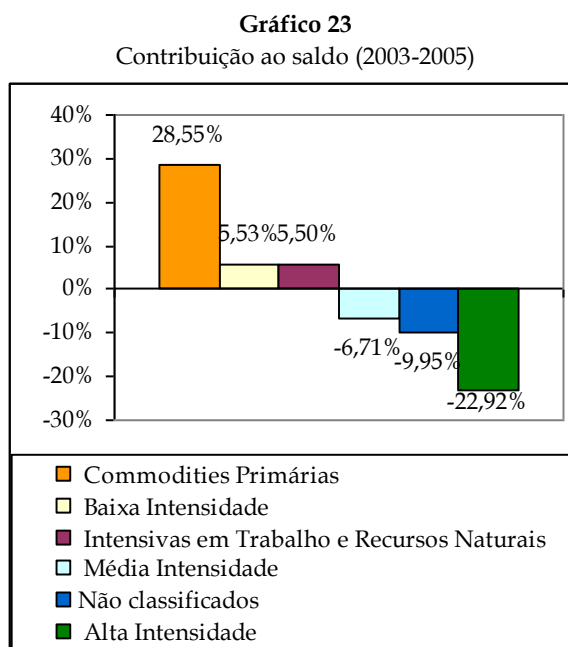
⁵⁶ Para um detalhamento dessas políticas, ver Coutinho, L.; Sarti, F. A integração das políticas tecnológica e de comércio exterior. In: Velloso, João Paulo dos Reis (Org.). *Governo Lula: novas prioridades e desenvolvimento sustentado* (Fórum Nacional do Desenvolvimento). Rio de Janeiro: José Olympio Editora, 2003.

dos setores de “elementos químicos” e “químicos diversos – seja como plataformas de exportação – caso, por exemplo, do setor de “equipamentos eletrônicos”, cujas importações tinham se reduzido em 2002 e 2003 devido a fatores conjunturais (efeito “apagão”). Assim, em relação às estratégias das ETs, é preciso destacar as especificidades setoriais, que resultam em diferentes impactos líquidos sobre a balança comercial.⁵⁷

A assimetria entre as pautas de exportação e importação em relação ao grau de intensidade tecnológica resulta em um saldo comercial concentrado em *commodities* primárias, bens de baixa intensidade tecnológica e intensivos em trabalho e recursos naturais (ver Gráficos 22 e 23). A única mudança relevante no padrão de inserção comercial da economia brasileira⁵⁸ no governo Lula foi a inversão de sinal do saldo do setor de média intensidade tecnológica, que se tornou superavitário a partir de 2003, graças ao crescimento das exportações do complexo automobilístico.



Fonte: Secex-MDIC. Elaboração Neit-Unicamp.



Fonte: Secex-MDIC. Elaboração Neit-Unicamp.

Este padrão consolidou-se na segunda metade dos anos 1990 como reflexo da reestruturação produtiva induzida pelo tripé: abertura comercial, valorização real da moeda

⁵⁷ Como sintetizam Baer e Cintra (2004), no período 1998-2003 o desempenho das ETs contribuiu para: (1) o aumento do superávit das indústrias automobilística, de alimentos e bebidas e de celulose e papel; (2) a redução dos déficits das indústrias de máquinas e equipamentos e máquinas, aparelhos e equipamento; (3) para o aumento do déficit nos setores de equipamentos de escritórios e informática e material elétrico e equipamentos de comunicações (4) nos setores de produtos químicos e farmacêutica o desempenho não se alterou após a mudança cambial; nesses setores o país continua incorrendo em déficits comerciais expressivos, dos quais 50% é gerado pelas ETs. Para uma análise detalhada das diferentes estratégias setoriais das ETs no Brasil, ver Baer e Cintra (2004).

⁵⁸ Sarti e Sabbatini (2003) e Coutinho; Hirakuta; Sabbatini (2003) analisam a composição da pauta exportadora. Sobre a pauta importadora, ver IEDI. *As importações brasileiras no período 1995-2002*. São Paulo: nov. 2002; e Rocha, G. de Britto. *Abertura comercial e reestruturação industrial no Brasil: um estudo dos coeficientes de comércio*. Dissertação (Mestrado em Ciências Econômicas)-Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2002.

doméstica e novas estratégias das empresas transnacionais (ETs).⁵⁹ Como ressalta Carneiro (2002), esse processo resultou numa “especialização regressiva” da indústria doméstica – redução da importância dos setores intensivos em tecnologia e capital e, simultaneamente, diversificação e ampliação dos setores tradicionais, baseados em recursos naturais e trabalho – e numa elevação expressiva e muito mais intensa do coeficiente importado relativamente ao exportado.⁶⁰ Para essa elevação, foram decisivas estas estratégias, nas quais o fluxo de comércio intrafirma é cada vez mais relevante, dada a importância crescente do *global sourcing* (Sarti; Sabbatini, 2003). Ao mesmo tempo em que o padrão de expansão do comércio mundial entre 2003 e 2005 contribuiu para a “inércia” deste padrão, uma mudança na inserção comercial brasileira exigiria condições macroeconômicas distintas, bem como políticas industriais e de comerciais exterior mais ativas e seletivas.

Finalmente, é importante tecer alguns comentários sobre o desempenho das exportações no período mais recente (2005 e primeiro trimestre de 2006). Somente alguns setores produtores de *commodities* tiveram ganho de rentabilidade em 2005, devido à alta das cotações no mercado internacional, o qual foi insuficiente para compensar a perda dos demais, como revela a evolução do índice de rentabilidade das exportações (ver Gráficos 24, 25 e 26). Para a maioria dos setores produtores de manufaturas, a apreciação da taxa de câmbio nominal significou redução da rentabilidade real das vendas externas, que pode comprometer sua performance exportadora e o superávit no setor de média intensidade tecnológica nos próximos anos.

Em 2005, essa performance permaneceu favorável devido a uma conjunção de fatores. Em primeiro lugar, a precedência dos contratos em relação aos embarques efetivos (de 6 a 12 meses, em média) e o fenômeno conhecido como “histerese de exportação” (associada à existência de capacidade instalada e demais custos envolvidos, como o risco de perda de mercados

⁵⁹ O aumento da participação das ETs na estrutura produtiva e no comércio exterior brasileiro não implicou melhora da inserção externa do País nos anos 1990, como ocorreu em outros países em desenvolvimento, como Malásia e China devido, em grande parte, às diferentes formas de integração das filiais. Ver Unctad. *Trade and Development Report*. Genève: United Nations Conference on Trade and Development, 2003. No caso brasileiro essa integração foi assimétrica: as filiais participam muito mais como compradoras de componentes, para atender o mercado interno ou, no máximo, regional, do que como fornecedoras globais dentro sistemas internacionais de produção. Nos setores mais dinâmicos (telecomunicações, automobilístico e equipamentos de informática), as filiais brasileiras ocupam uma posição marginal nas redes de fornecimento intra-firma (Coutinho; Hiratuka; Sabbatini, 2003). Ademais, as estratégias das Ets nos anos 1990 – investimentos em setores *non-tradables*, com destaque para os privatizáveis, com predominância das aquisições – não alteraram a formação bruta de capital fixo e continuaram subordinadas ao objetivo de explorar o mercado interno. Sobre essas estratégias, ver Laplane, M.; Sarti, F. *Investimento direto estrangeiro e o impacto sobre a balança comercial nos anos 90*. Brasília: Instituto de Economia Aplicada, 2003. (Texto para Discussão, n. 629).

⁶⁰ Entre 1990 e 1998, o coeficiente importado passa de 5,7% para 20,3%, enquanto o exportado de 8% para 14,8% respectivamente (Carneiro, 2002). Ademais, as importações de produtos de alta intensidade foram as principais responsáveis pelo crescimento significativo das compras externas neste período, que se concentrou no período de abertura com valorização cambial e crescimento do mercado interno (1989-1997) e envolveu um amplo espectro de produtos, principalmente bens de capital e insumos (Sarti; Sabbatini, 2003). Como ressalta Carneiro (2002), a estratégia de abertura comercial adotada no Brasil – rápida, abrangente e sem salvaguardas – num contexto internacional de intensas mudanças tecnológicas explica em grande parte a concentração das importações nos setores intensivos em tecnologia e capital. No mesmo sentido, Rocha (2002) a partir dos dados da matriz de insumo produto (para 1990 e 1996), mostra a elevação consistente dos coeficientes de importações no período após a abertura, a qual esteve, associada, principalmente, ao aumento do consumo intermediário importado.

conquistados) sustentaram as quantidades exportadas. Em segundo lugar, a alta dos preços no mercado internacional: em 2005, a contribuição da variação dos preços superou àquela do quantum também nos bens manufaturados.⁶¹ A estratégia de diferenciação de produtos por parte de algumas empresas parece ter contribuído para o aumento dos preços nesse mercado, o que atenuou ou compensou o efeito da apreciação cambial. Em quarto lugar, como destaca Negri (2005)⁶², várias firmas dos setores de média intensidade tecnológica conseguiram reduzir seus custos mediante a introdução de inovações tecnológicas nos processos produtivos⁶³, atenuando, assim, o impacto negativo da apreciação do real. Em quinto lugar, o elevado diferencial entre os juros internos e externos.

Esse diferencial, um dos determinantes da tendência de apreciação da taxa de câmbio nominal desde 2004 (como mencionado no item 1.1), permitiu a atenuação do impacto dessa tendência sobre a rentabilidade das exportações mediante dois mecanismos complementares de natureza financeira. Por um lado, as empresas exportadoras têm a opção de reduzir o seu custo financeiro mediante a realização de Adiantamentos de Contrato de Câmbio (ACCs). O aumento do diferencial entre a taxa embutida nesses contratos e aquela incidente sobre as linhas de capital de giro doméstica, somado à redução do spread cobrado pelos bancos (devido à intensificação da concorrência nesse segmento),⁶⁴ tornou o custo financeiro dos ACCs ainda mais atrativo. A tendência de apreciação cambial também reduzia este custo, estimulando a contratação dessas linhas de crédito. Por outro lado, o diferencial de juros também induziu os exportadores a contratar ACCs e/ou antecipar a internalização das receitas em dólar com o objetivo de aplicar os recursos no mercado financeiro doméstico a uma taxa de juros real elevadíssima, ampliando as receitas efetivas em Reais.

Também é importante destacar que a redução da rentabilidade das exportações em decorrência da apreciação cambial variou setorialmente, em função, principalmente, de três fatores: o peso dos insumos importados; do grau de agregação de valor na produção; e da intensidade de capital (versus de mão-de-obra).⁶⁵ Por exemplo, no setor farmacêutico, a valorização do Real reduziu o custo dos componentes importados; já a atual legislação de PIS/Cofins beneficiou os

⁶¹ O setor automobilístico e outros setores de manufaturados reajustaram seus preços no mercado externo em 2005, procurando compensar a perda de rentabilidade decorrente da evolução adversa da taxa de câmbio. Esta estratégia foi bem sucedida - no sentido de comprometer pouco o quantum exportado - especialmente na América Latina, região que importa bens manufaturados de maior valor agregado, cujos produtores, que operam em mercados oligopolizados, têm maior poder de formar preços. Ademais, vale mencionar que os preços dos bens manufaturados em geral cresceram em 2005, de acordo com os dados da OMC (ver SEÇÃO III).

⁶² Negri, Fernanda de. Padrões tecnológicos e de comércio exterior das firmas brasileiras. In: IPEA. *Inovações, padrões tecnológicos e desempenho das firmas industriais brasileiras*. Brasília: Instituto de Pesquisas Econômicas Aplicadas, 2005.

⁶³ Ademais, há indícios de que alguns setores manufaturados com maior poder de mercado (como a indústria automobilística) conseguiram manter sua lucratividade mediante a redução dos preços pagos por insumos e/ou componentes. Ou seja, nesse caso, os fornecedores arcaram com os custos da apreciação cambial por meio da compressão das suas margens de lucro.

⁶⁴ Lucchesi, C. P. Juros do crédito à exportação de curto prazo em recorde de baixa. *Valor Econômico*, 22 ago. 2005.

⁶⁵ Ver: Landim, R.; Lamucci, S. Mão-de-obra e insumo importado garantem lucro na exportação. *Valor Econômico*, 3 abr. 2006. p. A4.

setores de baixo valor adicionado⁶⁶ e o crescimento do salário em dólar (ou seja, a queda da relação câmbio/salário), somada aos menores ganhos de produtividade,⁶⁷ penalizaram, sobretudo, os setores intensivos em trabalho, como têxteis e calçados. Todavia, os setores que tiveram menor perda de rentabilidade são exatamente aqueles que menos contribuem para o saldo comércio.

É especialmente preocupante a perda de rentabilidade nos setores de maior intensidade tecnológica, que foram responsáveis pela melhora, mesmo que marginal, da composição das exportações e do saldo por conteúdo tecnológico após 2003, como veículos automotores e máquinas e tratores. Ademais, ao lado do nível da taxa de câmbio real, a volatilidade da taxa de câmbio nominal também afeta negativamente as decisões de produção e investimento, principalmente naqueles de maior dinamismo no comércio mundial, nos quais o Brasil não tem competitividade estrutural e, assim, necessita constituir vantagens comparativas dinâmicas.⁶⁸ É possível que no caso das decisões de investir, que envolvem custos elevados e irreversíveis, a volatilidade, ao implicar maior incerteza em relação à rentabilidade esperada do investimento, pode ser, inclusive, mais deletéria.

Por sinal, a evolução recente das taxas de câmbio real e nominal já começou a surtir efeitos sobre essas decisões.⁶⁹ Várias empresas exportadoras dos dois setores mencionados acima têm reavaliado suas estratégias, reduzindo as exportações locais e aumentando a produção e os investimentos em outros países.⁷⁰ Além da busca de uma relação câmbio/salário mais favorável às exportações (devido ao patamar dos custos salariais mais baixos e/ou da taxa de câmbio), esses investimentos são estimulados pela própria valorização do Real, que torna os ativos externos mais baratos para os residentes (os dados do balanço de pagamentos mostram um aumento significativo dos investimentos externos diretos de residentes no primeiro bimestre de 2005).⁷¹

⁶⁶ O PIS/Pasep e a Cofins eram cobrados com alíquota de 3,65%, que incidia sobre a receita bruta. Com a mudança na legislação (do PIS/Pasep, pela lei n. 10.637 de 30 de dezembro de 2002; e do Cofins pela Lei n. 10.833, de 29 de dezembro de 2003), os tributos passaram a ser cobrados a 9,25% sobre o valor adicionado na produção final. Se esse valor for relevante em relação ao custo dos insumos, o novo percentual superará a alíquota anterior, de 3,65%. Assim, nos setores com alto conteúdo importado e baixo valor adicionado, a perda de rentabilidade foi atenuada tanto pela valorização do Real como pela mudança tributária. Ver Watanabe, M. Cálculo de PIS/Cofins favorece setores de baixo valor agregado. *Valor Econômico*, 3 abr. 2006. p. A4.

⁶⁷ Segundo cálculos do Banco Central, o custo do trabalho por unidade produzida medido em dólar aumentou 27% entre fevereiro de 2005 e janeiro de 2006; no mesmo período, a relação câmbio/salário ponderada pela produtividade caiu 26%. Já os cálculos do Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial (IEDI) mostram que a produtividade do trabalho na indústria cresceu somente 2,3% em 2005, contra 6,1% em 2004. Ver Neumann, D. Salário em dólar sobe 27% em 12 meses. *Valor Econômico*, 20 mar. 2006. p. A3.

⁶⁸ Ver Kupfer, D. Lebres e tartarugas. *Valor Econômico*, 4 maio 2005. p. A11.

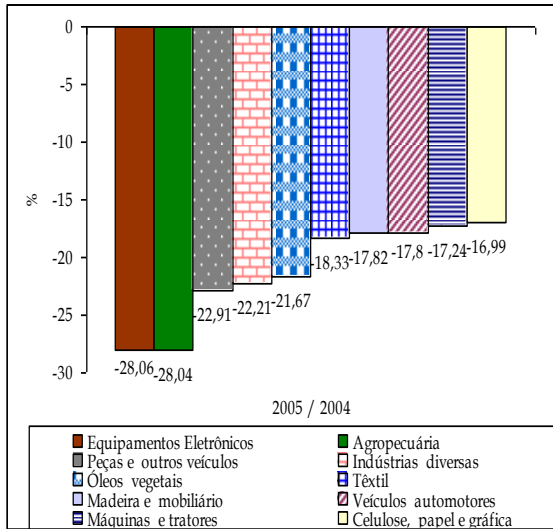
⁶⁹ Outros sintomas da perda de ímpeto das exportações desde 2005 são: a redução do número de empresas exportadoras, segundo informações da Associação Brasileira de Comércio Exterior; e o aumento da concentração das vendas externas num menor número de produtos, como mostra o estudo da Funcex a partir de três metodologias diferentes. Ver Funcex. *Boletim de Comércio Exterior*, ano X, n. 2, fev. 2006.

⁷⁰ Jurgenfeld, V. Câmbio faz fabricante produzir no exterior. *Valor Econômico*, 2 fev. 2006. p. B7.

⁷¹ A valorização cambial também tem estimulado as remessas de lucros e dividendos pelas filiais das empresas transnacionais.

Gráfico 24

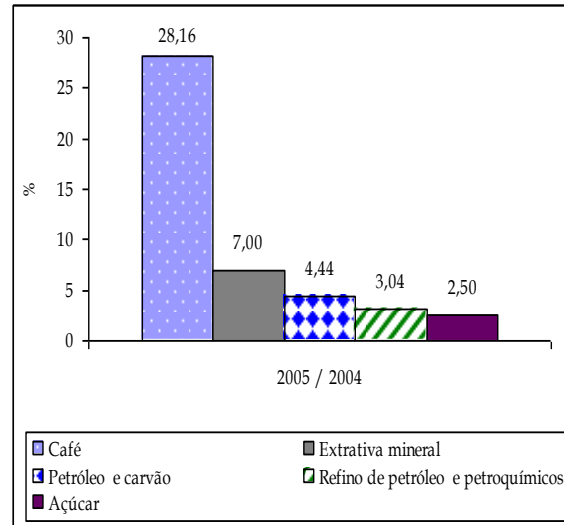
Setores com maior perda de rentabilidade



Fonte: Funcex. Elaboração própria.

Gráfico 25

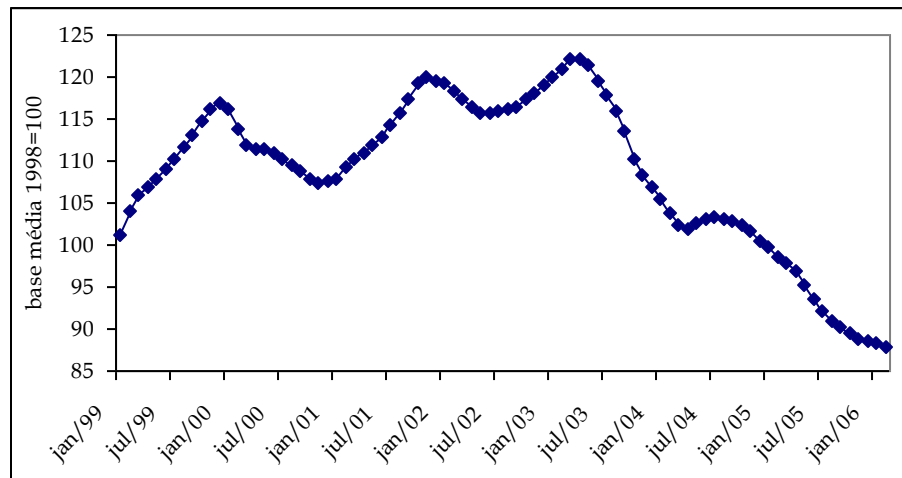
Setores com ganho de rentabilidade



Fonte: Funcex. Elaboração própria.

Gráfico 26

Rentabilidade das exportações

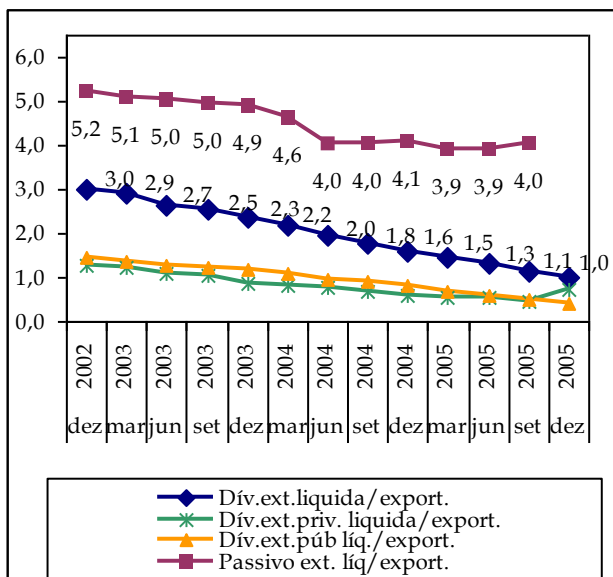


Fonte: Funcex. Elaboração própria.

2 Os indicadores de vulnerabilidade externa

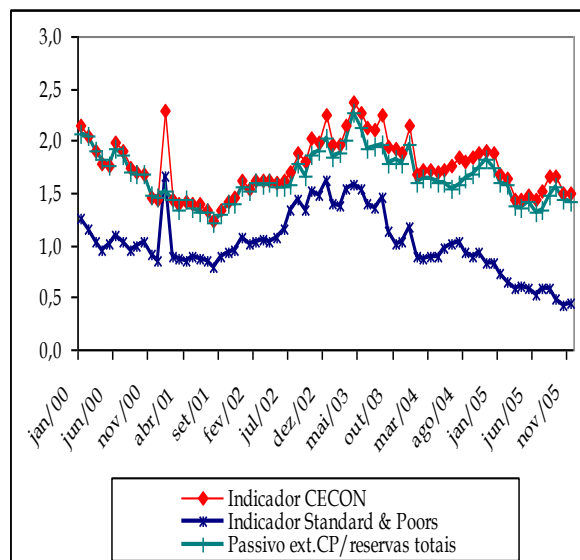
Nos três primeiros anos do governo Lula, tanto os indicadores de solvência externa como os de liquidez externa – que constituem “medidas” convencionais da vulnerabilidade externa no médio e longo prazo e no curto prazo, respectivamente – apresentaram um desempenho favorável (ver Gráficos 27 e 28).

Gráfico 27
Indicadores de solvência externa



Fonte: Bacen. Elaboração própria.

Gráfico 28
Indicadores de liquidez externa



Fonte: Bacen. Elaboração própria.

A trajetória dos indicadores de solvência externa constitui um reflexo da interação entre as mudanças quantitativas e qualitativas no passivo externo (analisadas no item 1.1) e a evolução da capacidade de geração de divisas, ou seja, das exportações. A tendência de melhora do indicador dívida externa total/exportações iniciou-se logo após a adoção do regime de câmbio flutuante, em 1999, e esteve associada, naquele momento, principalmente à redução da dívida externa privada. A partir de 2003, as elevadas taxas de crescimento das exportações e a queda da dívida externa pública em termos líquidos reforçam essa tendência. Já a trajetória do indicador mais amplo, Passivo externo líquido/exportações, não foi tão favorável devido ao crescimento dos estoques de investimento externo direto e de investimento de portfólio no período.

Os indicadores de liquidez externa somente apresentaram melhora (ou seja, queda) a partir de 2003, quando as condições de liquidez externa tornam-se favoráveis aos países “emergentes”. A mudança no cenário internacional possibilitou não somente o aumento do estoque de reservas internacionais próprias (que sintetiza a capacidade de pagamento do país no curto prazo e, por isso, compõe o denominador dos indicadores de liquidez), mas também a redução do estoque da dívida de curto prazo, que integra o numerador dos três indicadores utilizados, e do serviço da dívida externa de médio e longo prazo, contabilizado nos indicadores *Standard & Poors* e *Cecon*. O comportamento menos favorável desse último indicador decorre da inclusão no seu numerador do estoque de investimento estrangeiro de portfólio, que compõem, ao lado da dívida de curto prazo, o Passivo externo de curto prazo do país. Como destacado no item 1.1, esse estoque cresceu continuamente nos últimos anos devido ao ingresso líquido desses investimentos e da valorização dos ativos brasileiros induzida pela demanda dos investidores externos. Ademais, a valorização do Real implicou aumento do valor do estoque em dólares desses investimentos (também observado no caso dos investimentos externos diretos).

Considerações finais

É importante questionar se a melhora dos indicadores tradicionais de solvência e liquidez significa uma redução efetiva da vulnerabilidade externa da economia brasileira. Algumas dimensões da inserção externa do país no período analisado não são captadas por esses indicadores (como as aplicações dos investidores estrangeiros no mercado doméstico de derivativos financeiros) ou ainda não transpareceram (como o aumento do estoque de títulos públicos detido por investidores estrangeiros após o incentivo tributário concedido em fevereiro).

Pode-se levantar a hipótese de que uma nova dimensão da vulnerabilidade externa está emergindo em função do peso cada vez mais relevante dos investidores estrangeiros nos diversos segmentos do mercado financeiro doméstico (ações, títulos públicos, derivativos), viabilizado pelo aprofundamento da abertura financeira após o ano 2000, que reforçou as correias de transmissão da instabilidade gerada nos mercados financeiros internacionais para as economias periféricas. Ademais, a unificação dos mercados de câmbio em março de 2005 significou a flexibilização das saídas de capitais pelos residentes e, assim, ampliou potencialmente a mobilidade da riqueza financeira aplicada em títulos de dívida pública de curto prazo.

Em relação à solvência externa, o indicador mais amplo, Passivo externo líquido/exportações, estabilizou-se desde 2004 no patamar de 4,0 e possivelmente não ultrapassará esse piso nos próximos anos. A estrutura da nossa pauta exportadora, concentrada em *commodities* primárias, é especialmente vulnerável a mudanças na dinâmica do comércio internacional. Se, por um lado, as duas dimensões do cenário externo benigno – expansão da economia e do comércio mundiais e ampla liquidez internacional – se auto-reforçaram na fase de “euforia” do ciclo, por outro lado, esta mesma relação simbiótica pode se manifestar na fase descendente. Uma redução do crescimento nos países centrais – induzida, por exemplo, pela alta da taxa de juros básica nos Estados Unidos e/ou pelo impacto recessivo dos elevados preços do petróleo – comprometerá o desempenho comercial dos países emergentes, o que pode deteriorar seus respectivos fundamentos e, conseqüentemente, as expectativas dos investidores. Nesse contexto, provavelmente ocorrerá uma piora tanto das condições de liquidez quanto de solvência externa da economia brasileira. Ademais, a perda de rentabilidade das exportações foi praticamente generalizada em 2005 e o conjunto de fatores que contribuíram para o desempenho favorável das vendas externas num contexto de apreciação cambial deve perder fôlego em 2006 e 2007.

Na realidade, a política macroeconômica pecou pela imprudência ao deixar a taxa de câmbio se apreciar numa intensidade inédita, o que pode comprometer a capacidade de geração de divisas nos próximos anos. Como mencionado no item 1.1, a apreciação cambial esteve diretamente associada à política monetária excessivamente restritiva praticada em 2004 e 2005, bem como à ampliação do grau de abertura financeira no segundo mandato do presidente Fernando Henrique Cardoso – especificamente, a permissão das aplicações dos investidores estrangeiros no mercado de derivativos financeiros. Nesse contexto, a política de acumulação mais agressiva de reservas cambiais – praticada por outros países emergentes que adotam regimes de câmbio flutuante –, além de envolver custos mais elevados devido ao elevado diferencial entre os juros internos e externos, revela-se insuficiente para conter a volatilidade da taxa de câmbio e mantê-la num patamar competitivo. Assim, é possível mencionar duas alternativas de política, não excludentes, a essa

armadilha da política cambial no Brasil (além da redução mais rápida e intensa da taxa de juros básica, opção defendida por vários analistas, mas que, ao nosso ver, seria contraditória com o formato e a gestão atual do regime de metas de inflação e, assim, exigiria uma mudança na política monetária). Em primeiro lugar, a redução do grau de abertura financeira (caminho oposto ao adotado pelo atual governo) mediante a imposição de controles de capitais sobre os investimentos de portfólio em ações e títulos de renda fixa e, principalmente, sobre as operações dos investidores estrangeiros com derivativos financeiros – proibidas até o ano 2000. Esses controles podem se revelar instrumentos coadjuvantes na gestão do regime de câmbio flutuante, funcionando como “filtros” que atenuam os efeitos instabilizadores dos fluxos de capitais de curto prazo (como ilustram as experiências de alguns países emergentes no contexto recente⁷²). Em segundo lugar, a constituição de um fundo de estabilização a partir da tributação das exportações – “infladas” pelos ganhos de termos de troca –, que poderia ser utilizado nas fases de baixa cíclica dos preços das commodities, seguindo o exemplo de outros países, como México e a Rússia.⁷³

⁷² Sobre essas experiências e a complementaridade entre os regimes de câmbio flutuante e os controles de capitais, ver: Mohanty, M.S.; Scatigna, M. Has globalisation reduced monetary policy independence? In: BIS. *Globalisation and monetary policy in emerging markets*. Basle: Bank of International Settlement, May 2005. (BIS Papers, n. 23).

⁷³ Sobre os fundos de estabilização constituídos por vários países em desenvolvimento, ver: BIS. *Annual Report*. Basle: Bank of International Settlements, Jun. 2005b. cap. 3.

SEÇÃO V

O impacto dos ciclos de liquidez no Brasil: Mercados financeiros, taxa de câmbio, preços e política monetária

*Maryse Farhi*¹

Introdução

No final da década de 1990, as crises cambiais associadas à reversão dos fluxos de capitais especulativos levaram à adoção do câmbio flutuante por várias economias periféricas. Por definição, nesse regime cambial, quanto menor a interferência das autoridades monetárias nas operações com divisas, maior a influência dos mercados financeiros globalizados na determinação da taxa de câmbio e dos preços dos demais ativos financeiros domésticos. Nas economias que adotaram a livre circulação de capitais e o câmbio flutuante, as súbitas mudanças de humores e expectativas que caracterizam a lógica desses mercados engendraram forte volatilidade das principais variáveis financeiras e acentuaram a inter-relação entre taxa de juros e taxa de câmbio. Como essas economias são vulneráveis às alternâncias dos ciclos de liquidez internacional, com períodos de forte restrição ou virtual fechamento dos mercados e outros de farta liquidez, a taxa de juros resultante da política monetária sofre influência direta do regime cambial adotado.

No Brasil, o elevado grau de abertura financeira e a adoção do câmbio flutuante ampliaram consideravelmente os canais de transmissão desta dinâmica cíclica devido ao aumento da participação estrangeira no sistema financeiro, aos fluxos de capitais de portfólio e ao desenvolvimento e aprofundamento de mercados de derivativos financeiros *onshore* e *offshore* que permitem a realização de elevado volume de operações especulativas e de arbitragem. O primeiro item da seção procura apontar a manifestação desses sucessivos ciclos nos mercados de ativos brasileiros e, em particular, no mercado de câmbio. Após analisar o período 1999/2002, marcados por uma crise cambial e por dois ataques especulativos contra o real, verificamos que, no governo Lula, o surgimento de nova fase de ampla liquidez internacional para as economias emergentes levou a uma acentuada melhora da balança comercial e do saldo em conta corrente do país e a uma valorização do real, dos títulos representativos do risco-país e dos demais ativos brasileiros. Mas, nesse ciclo, os preços dos ativos brasileiros e, em particular, a taxa de câmbio tiveram valorização superior à dos demais países de economia “emergente”, em função da divergência entre uma política monetária extremamente apertada e forte redução do risco país.

O segundo item desta seção examina as características da inflação no Brasil e discute a política monetária adotada e seus impactos. Desde a adoção da taxa de câmbio flutuante em 1999, a autoridade monetária pauta sua atuação por metas de inflação. Mas, a estrutura específica da formação dos preços no Brasil transmite, de forma acentuada, o impacto da taxa de câmbio aos preços de um amplo conjunto de bens, com efeitos (*pass-through*) diretos na inflação. Nas fases de

¹ Esta seção contou com a colaboração dos bolsistas do PIBIC-CNPQ Priscila Capellato e Luiz Fernando Brugnerotto e o precioso auxílio de Eliane Ribeiro, Gerência de Informações e Dados.

pessimismo, a intensa desvalorização do real decorrente dos ataques especulativos repercutiu em uma inflação superior às metas estabelecidas. Nas fases de otimismo, a taxa de câmbio mostra-se extremamente sensível às taxas de juros internas e tem constituído o principal canal de transmissão da política monetária aos preços. Por fim, na conclusão, discute-se o desajuste das variáveis macroeconômicas que resultou da política monetária praticada.

1 Taxa de câmbio e lógica dos mercados

Desde a adoção do regime de câmbio flutuante, no Brasil, em janeiro de 1999, as alternâncias dos ciclos de liquidez internacional para países emergentes repercutiram sob forma de uma sucessão de ataques especulativos que levaram o real a se desvalorizar e os preços dos ativos brasileiros a cair; seguida por fases de otimismo em que a moeda brasileira se apreciou e os preços dos ativos subiram de forma acentuada. A existência e o impacto desses ciclos junto com a liberdade de ida e vinda dos capitais internacionais fizeram com que as políticas cambial, monetária e fiscal bem como os mercados financeiros nacionais se subordinassem, de forma crescente, aos *diktats* dos mercados financeiros globalizados.

A liberalização dos fluxos de capital e a desregulamentação financeira adotadas por grande número de países periféricos consagraram a taxa de câmbio como o principal canal de transmissão da instabilidade da percepção dos investidores estrangeiros em relação a eles. A necessidade de reduzir ou eliminar o impacto macroeconômico de ataques especulativos ou crises cambiais, decorrentes da volatilidade dos fluxos de capitais para as economias emergentes é apontada como um dos parâmetros básicos da escolha do regime cambial,² em conjunto com a questão do grau de liberdade da política monetária. Embora o regime de câmbio administrado persista em algumas economias asiáticas e outros tenham optado pela substituição da moeda nacional pelo dólar americano, é cada vez mais elevado o número de países que adotam o regime de câmbio flutuante. Uma observação dos regimes cambiais efetivamente praticados pelas economias emergentes mostra a existência de um leque de opções que se distinguem pelo grau e pela frequência de interferência pública na determinação da taxa de câmbio. No conjunto de economias em que tal

² Os regimes cambiais sugeridos para as economias emergentes são bastante distintos. Alguns adotam a abordagem “bipolar” segundo a qual elas estariam limitadas a escolher entre taxas de câmbio fixas e rígidas (*hard peg*) e taxas de câmbio absolutamente flutuantes, porque regimes intermediários as tornariam mais expostas a ataques especulativos. Os que não aderem a esta visão “bipolar” apresentam várias análises. Calvo e Reinhart (Fear of floating. *Quarterly Journal of Economics*, v. CXVII, n. 2, 2002) apontam o “medo de flutuar” das economias emergentes como razão básica para que muitas mantenham um elevado grau de interferência pública na taxa de câmbio. Goldstein (*Managed floating plus*. Washington, DC: Institute for International Economics, 2002) propõe que elas adotem um regime combinado entre flutuação administrada do câmbio e metas de inflação. Nessa ótica, as autoridades deveriam intervir no mercado de câmbio para reduzir as “flutuações excessivas de curto prazo da taxa de câmbio ou para prover o mercado de liquidez”. (Goldstein; Turner (*Controlling currency mismatches in emerging markets*. Washington, DC: Institute for International Economics, 2004) enfatizam que a adoção de um regime de câmbio flutuante, ao desestimular o endividamento externo, seria desejável nas economias emergentes que não podem se endividar externamente na sua própria moeda (*currency mismatch*) ou que padecem de um “pecado original” (Eichengreen; Hausmann; Panizza. *Currency mismatches, debt intolerance and original sin*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 1999. NBER Working Paper, n. 10036) decorrente da estrutura do mercado financeiro internacional. Por fim, outros defendem (Williamson, *Exchange rate regimes for emerging markets: Reviving the intermediate option*. Washington, DC: Institute for International Economics, 2000) a possibilidade de um tipo intermediário de administração da taxa de câmbio, com o anúncio público de uma banda de flutuação cambial que impediria ou limitaria a ocorrência de *currency mismatch*.

interferência é elevada, seus objetivos gerais são a constituição de reservas em divisas para reduzir a vulnerabilidade externa, a defesa ou conquista de posições competitivas no comércio internacional e a eliminação ou atenuação dos impactos macroeconômicos da volatilidade cambial.

Nos países que adotaram um grau elevado de abertura financeira, a taxa de câmbio passa a ser determinada pelos mercados financeiros globalizados. No regime de câmbio administrado, a taxa de câmbio é resultante da correlação de forças entre a autoridade monetária e esses mercados (medida pelo tamanho relativo das reservas em divisas passíveis de serem utilizadas frente a um ataque especulativo e o volume de capitais que pode optar por uma fuga). Sob câmbio flutuante, cresce exponencialmente a importância dos mercados financeiros na determinação da taxa de câmbio que passa a ser reflexo direto da percepção dos agentes. Mesmo no caso da chamada “flutuação suja”, quando ocorre intervenção pública no mercado de câmbio, sua efetividade dependerá estreitamente da correlação de forças entre a autoridade monetária e os mercados. Quanto mais líquidos e profundos forem os mercados, menores serão as possibilidades de êxito da intervenção pública no sentido de manter a taxa de câmbio no nível desejado e/ou de atenuar sua volatilidade.

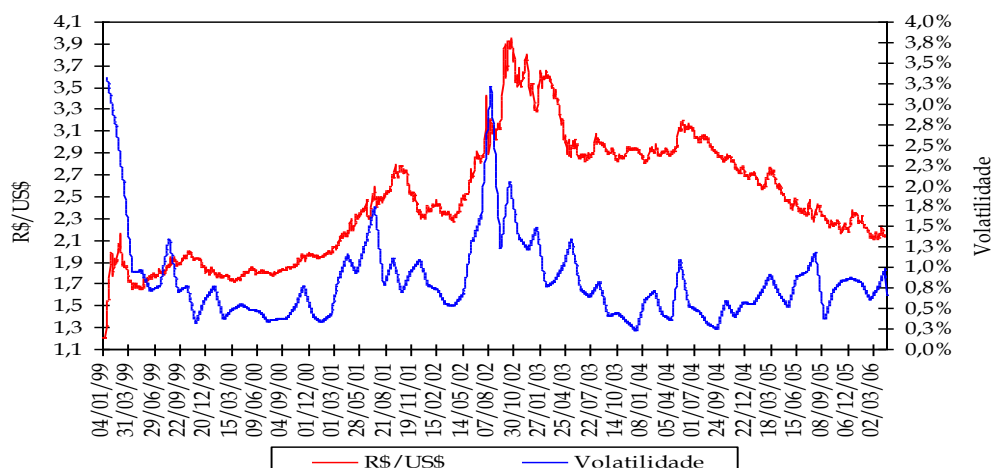
A supremacia dos mercados – característica fundamental da atual configuração financeira internacional – manifesta-se nas economias periféricas ao impor uma dinâmica específica à sua vulnerabilidade externa determinada pela lógica própria dos mercados. Os mercados financeiros são, por natureza, voláteis e instáveis. Os fluxos de capitais para os países emergentes e sua dependência em relação à dinâmica dos mercados financeiros dos países centrais são quem sabe ainda mais instáveis. Assim, quanto maior for o grau de abertura financeira das economias periféricas, mais estarão sujeitas às bruscas mudanças de humores dos investidores estrangeiros levando à acentuada e, por vezes, nefasta volatilidade de suas principais variáveis financeiras.

Mas, mesmo contra este pano de fundo de volatilidade intrínseca da taxa de câmbio das economias periféricas sem restrições aos fluxos de capitais, a volatilidade verificada nos mercados brasileiros, desde a mudança de regime cambial em janeiro de 1999, só pode ser qualificada de excessiva. A importância dos ciclos internacionais de liquidez na evolução da economia e das finanças brasileiras transparece na cronologia dos acontecimentos. O Plano Real foi adotado num período de farta liquidez internacional para as economias emergentes. Os fluxos de capitais internacionais resultaram em forte apreciação da taxa de câmbio do real e permitiram que o governo adotasse uma âncora cambial para os preços. Mas, este ciclo reverteu-se com a crise asiática de 1997, ainda durante o primeiro mandato presidencial de Fernando Henrique Cardoso e levou à crise cambial de janeiro de 1999. No início do segundo mandato de FHC, essa crise forçou a adoção do regime de câmbio flutuante que se traduziu por forte desvalorização. A fase de forte aversão aos riscos e baixa liquidez internacional ainda produziu dois ataques especulativos contra o real em 2001 e 2002. O período de elevada liquidez internacional para economias emergentes coincidiu com a posse do governo Lula e provocou uma euforia nos mercados de ativos financeiros brasileiros e uma acentuada elevação de posições especulativas, notadamente de investidores estrangeiros. Tal euforia resultou numa apreciação do real tão acentuada que o câmbio passou a constituir séria ameaça à competitividade externa dos produtos brasileiros e, por conseguinte, aos investimentos, à produção e ao emprego. O Gráfico 1 mostra os bruscos e rápidos solavancos seguidos de períodos de calmaria, que levaram a taxa de câmbio a desvalorizar-se 225% entre

janeiro de 1999 e setembro de 2002. Já, de setembro de 2002 à primeira quinzena de março de 2006, a taxa de câmbio apreciou-se em 46%, a maior valorização do mundo!

No que diz respeito aos impactos macroeconômicos da taxa de câmbio, tão importante quanto sua volatilidade elevada é o fato que esses movimentos extremos se desenvolveram em tendências acentuadas e prolongadas, afetando as expectativas dos agentes e elevando seu grau de incerteza.

Gráfico 1
Taxa de câmbio e volatilidade



Fonte: BCB. Elaboração própria.

1.1 Mercados financeiros, câmbio flutuante e ciclo de pessimismo

Em função de sua própria lógica, os mercados financeiros são sujeitos a surtos de euforia e pessimismo. “Isso ocorre a despeito dos esforços dos economistas que insistem em desenhar modelos de mercados eficientes ou construir teoremas sobre a indiferença das estruturas de financiamento. A coisa ainda fica pior quando os surtos de euforia envolvem riscos de ‘descasamento’ de moedas, o que freqüentemente tem levado a crises cambiais, financeiras e bancárias em países imprudentes.” (Belluzzo, 2002³).

No Brasil, o surto de pessimismo, que levou à mudança de regime cambial em janeiro de 1999, não se esgotou com ela. Passada a fase de *overshooting* cambial decorrente desta mudança, a situação tendeu para uma relativa calma no decorrer do resto do ano de 1999 e em 2000. Entretanto, logo se verificou que a desvalorização da moeda brasileira tinha sido insuficiente para provocar o esperado ajuste das contas externas e que os fluxos de capitais de curto prazo, para investimentos em carteira, praticamente desapareceram enquanto o déficit em transações correntes passou a ser coberto pelos investimentos estrangeiros diretos.

³ Belluzzo, Luiz Gonzaga de Mello. Pedro Malan tira figurino britânico e ataca mercados. *Carta Maior*, “O outro lado da moeda”, São Paulo, 27 set. 2002. Disponível em: <<http://www.cartamaior.org.br>>.

Entre março e outubro de 2001, desenvolveu-se novo ataque especulativo contra a taxa de câmbio flutuante do real. Os motivos invocados para a forte desvalorização cambial daquele período foram: queda das ações de alta tecnologia nos mercados internacionais, crise da Turquia, crise argentina, racionamento de energia, menor crescimento ou recessão das economias desenvolvidas – em particular a dos EUA – e os ataques terroristas de 11 de setembro de 2001. Novo ataque se desenvolveu a partir de abril de 2002. A realização de eleições para a Presidência da República e outras instâncias dos poderes executivo e legislativo contribuiu para esse processo, ao elevar as incertezas e a aversão ao risco dos investidores estrangeiros, mas não responde por toda a história. A principal característica do período foi a acentuada restrição do conjunto de fontes de créditos externos para as economias emergentes, com investidores procurando fugir dos riscos devido às incertezas que cercavam as perspectivas econômicas das economias centrais, ao colapso da Argentina, à crise de confiança nos mercados de capitais (fraudes contábeis, conflitos de interesses), à concordata de grandes empresas nos Estados Unidos e aos prenúncios da guerra contra o Iraque (Farhi; Cintra, 2003⁴). Somaram-se ainda ao conturbado quadro internacional, as repercussões domésticas do erro de formato no lançamento dos *swaps* cambiais vinculados a títulos de juros prefixados de curto prazo, que serão tratadas adiante. As repercussões de cada um desses ataques sobre a taxa de câmbio foram cumulativas e assemelharam-se às bolhas especulativas em que a alta dos preços acarreta um aumento no número de compradores dispostos a pagar preços cada vez mais altos porque presumem que a tendência persistirá.

Esses ataques sob regime de câmbio flutuante sublinharam as particularidades que os distinguem dos ataques ocorridos no regime de câmbio administrado. Na vigência da banda cambial, o ataque especulativo, a demanda por divisas e a fuga de capitais tinham impacto direto no nível das reservas internacionais do país. Num regime de taxa de câmbio flutuante, a demanda por divisas e a fuga de capitais passam a ocasionar uma depreciação da taxa de câmbio. As repercussões macroeconômicas desses ataques especulativos manifestaram-se por pressões suplementares nos preços que levaram a taxa de inflação de 2001 e de 2002 a ultrapassar os tetos máximos da meta fixada pelo governo que repercutiram em alta dos juros e redução do crescimento econômico. A combinação das políticas macroeconômicas câmbio flutuante/ regime de metas de inflação passou a mostrar seu potencial de transmitir à atividade econômica a instabilidade gerada nos mercados financeiros.

1.1.1 A liquidez dos mercados

Antes da adoção do regime de câmbio flutuante, no Brasil, em janeiro de 1999, os mercados financeiros brasileiros já eram grandes “caixas de ressonância” da instabilidade da percepção dos investidores internacionais em relação às economias emergentes, em geral, e à brasileira, em particular.⁵ Mas naquele período, a participação dos investidores estrangeiros nos mercados de

⁴ Cintra, M. A. M.; Farhi, M. O crash de 2002: da “exuberância irracional” à “ganância infecciosa”. *Revista de Economia Política*, v. 23, n. 1(89), 2003.

⁵ Em 1994, afluíram US\$ 50,6 bilhões em investimento de portfólio, sendo US\$ 6,9 bilhões direcionados ao mercado acionário e US\$ 43,6 bilhões, ao mercado de renda fixa. Entre 1995, em função da crise do México, e 1998, o saldo líquido anual caiu para US\$ 15,4 bilhões, em termos médios, apesar do elevadíssimo diferencial das taxas de juros praticadas para tentar defender a política de câmbio administrado. Em 1998, a crise da Rússia e suas repercussões na economia brasileira levaram a uma acentuada fuga desses capitais.

derivativos estava limitada à das instituições financeiras presentes no país por normas impostas durante a presidência de Gustavo Franco no Banco Central. Essas normas jogaram a favor das intervenções do BC no mercado de derivativos de câmbio, em sua malograda tentativa de manter o regime de câmbio administrado⁶ na medida em que reduziam o acesso de novos participantes.

Após a adoção do câmbio flutuante em 1999 e nos ataques especulativos de 2001 e 2002, verificou-se uma escassez estrutural de vendedores, diante da magnitude dos compromissos externos, da demanda por cobertura de riscos para investimentos estrangeiros já realizados, além de forte demanda especulativa. A oferta se restringia aos fluxos decorrentes de saldos comerciais positivos, de eventuais investimentos externos não cobertos quando de sua internalização e de cíclicos e mais eventuais ainda fluxos de capitais externos. Já a demanda no mercado de câmbio à vista, no de títulos públicos indexados ao câmbio e nos derivativos de câmbio, se referia aos estoques de compromissos privados em divisas, de parte do estoque de investimentos estrangeiros já realizados no país além da demanda especulativa. Naqueles momentos, por ser o único detentor de estoque em divisas nas reservas internacionais do país, só o BC vendeu divisas de forma consistente. Mas, sua atuação foi limitada pelo tamanho das reservas líquidas de que dispunha.

No regime de câmbio flutuante, passado o *stress* provocado por sua adoção, constatou-se forte aumento dos volumes negociados na BM&F. Mas a partir do ataque especulativo de 2001, os volumes de derivativos de câmbio e de índice de ações voltaram a cair. O volume de contratos negociados durante um ataque especulativo permite avaliar o grau de intensidade das expectativas de mudança da taxa de câmbio. Quanto maiores e mais difundidas as expectativas de tal mudança, menor será o volume negociado, já que a esmagadora maioria dos participantes desejará assumir a mesma posição e não encontrará ofertas em quantidade suficiente ou a um nível de preços aceitável. As restrições à participação dos investidores estrangeiros nos mercados domésticos de derivativos foram eliminadas pela Resolução 2689 do Banco Central de 26 de janeiro de 2000, na presidência de Armínio Fraga (ver SEÇÃO IV). Mas, em tempos de instabilidade financeira e cambial, não se registrou uma participação significativa dos investidores institucionais estrangeiros. Esses dados reforçam a hipótese de que o país enfrentou, até outubro de 2002, uma restrição externa de liquidez. Os investidores internacionais tinham decidido reduzir suas posições em ativos brasileiros.

1.1.2 O Banco Central e os ataques especulativos

Atenção especial deve ser consagrada à atuação do Banco Central ao longo desses episódios. Após janeiro de 1999, a autoridade monetária atuou esporadicamente no mercado à vista, ausentando-se completamente do mercado de derivativos de câmbio. A proibição de lançar mão de tais instrumentos foi, inclusive, inscrita nas renegociações dos acordos com o FMI de março de 1999 e de julho de 2001. Em 2001, o BC tentou arrefecer o ímpeto do ataque especulativo fazendo intervenções pontuais no mercado à vista de câmbio. Mas, logo se convenceu que, dado o nível de

⁶ Antes da adoção do câmbio flutuante, a intensa participação do Banco Central no mercado de derivativos de câmbio na BM&F, buscando fornecer liquidez aos que temiam ou apostavam numa mudança de regime cambial foi um dos importantes mecanismos de “socialização dos prejuízos” que permitiram que a crise cambial brasileira tivesse uma menor repercussão na economia como um todo do que a constatada nas crises anteriores das economias emergentes.

reservas disponíveis, não poderia atender o volume de demanda existente e preferiu anunciar que limitaria suas intervenções a uma soma total de US\$ 3 bilhões para o restante do ano, dividida de forma linear resultando na venda diária de US\$ 50 milhões, e passou a aumentar a parcela de títulos públicos indexados ao câmbio. Esse anúncio foi interpretado como uma confissão de impotência da autoridade monetária e serviu de sinal para novas altas da taxa de câmbio. Após os atentados do 11 de setembro de 2001, relutante em aumentar mais a taxa de juros, o Banco Central lançou mão de outros instrumentos de política monetária e de regulamentação, como a redução do nível de alavancagem nas posições de câmbio e a elevação dos depósitos compulsórios dos bancos. Mas, sobretudo, indicou claramente ao mercado que considerava a desvalorização cambial excessiva ao ofertar um volume excepcionalmente elevado de títulos públicos indexados ao câmbio.

Em 2002, o ataque especulativo não se restringiu à taxa de câmbio do real e aos preços dos ativos brasileiros. Alguns levantavam a hipótese de moratória da dívida pública externa e interna. Assim, a autoridade monetária sentiu-se pressionada a oferecer instrumentos de *hedge* cambial que não pressionassem tanto a dívida pública e, sobretudo, a parcela desta indexada ao câmbio. Para tanto, obteve a autorização do FMI de lançar *swaps*⁷ cambiais à condição que estes estivessem vinculados às LFTs (títulos públicos prefixados de curto prazo). Através deste derivativo, o Banco Central ficava comprado em taxa de juros prefixada em reais, e vendido na variação da taxa de câmbio nominal cambial. Esta vinculação com títulos com juros prefixados mostrou ser um erro de formato do novo instrumento e acabou provocando reações em cadeia nos mercados secundários. Os agentes estavam interessados apenas nos *swaps* que garantiam a correção pela taxa de câmbio e não tinham o menor interesse em manter títulos prefixados em carteira, no contexto de instabilidade financeira. Suas vendas de LFTs no mercado secundário levaram a fortes quedas de seus preços, o que equivale a uma elevação de sua taxa de juros. Assim, a fuga das LFTs acabou contaminando toda a estrutura de preços dos títulos públicos. Um mês após seu lançamento, o BC desistiu de vincular *swaps* cambiais às LFTs⁸ e passou a negociar *swaps* “solteiros”, além de manter as colocações dos títulos do Tesouro Nacional indexados ao câmbio.

Em parte, esse erro foi decorrente da relutância do FMI em aceitar que o BCB voltasse a operar derivativos e tentou condicionar o lançamento do novo instrumento a títulos que promoveriam uma melhora no perfil da dívida interna. Mas, tratando do episódio, a revista *Época*, n. 212, de 10 de junho de 2002 aponta que “ao contrário do que muitas pessoas imaginavam, o presidente do Banco Central (BC), Arminio Fraga, é humano – erra como qualquer mortal. Operador astuto de seguidas crises, merecidamente festejado como competente defensor das finanças nacionais, Fraga passou a semana passada sob vaias, acusado de “barbearagem” na condução da política monetária.” Esse erro constituiu um dos principais fatores da abrupta antecipação da “marcação a mercado” das carteiras das instituições financeiras e dos fundos

7 Por definição, um *swap* é um contrato de troca entre duas partes que se comprometem a intercambiar ativos ou fluxos financeiros num prazo predeterminado.

8 No boletim *Focus* de 27 de junho de 2002, o Banco Central reconhece que “os leilões de LFT conjugados com *swaps* cambiais foram interrompidos em maio de forma a reduzir pressão potencial sobre o preço das LFT negociadas no mercado secundário”.

mútuos,⁹ tornada necessária para evitar que o resgate de investidores institucionais e corporativos mais bem informados da queda dos preços dos títulos públicos exacerbasse as perdas dos investidores menos informados. Percebendo o risco, o Banco Central resolveu encurtar o prazo para a “marcação a mercado”, tratando de dividir logo a conta entre os cotistas. O impacto desta alteração foi uma desvalorização abrupta dos patrimônios líquidos dos fundos DI e de renda fixa, bem como uma volatilidade sem precedentes que se seguiu em seus retornos diários. Muitos investidores que aplicavam suas economias nesses fundos de investimento constataram que eles não ofereciam a segurança e o conservadorismo alardeados. A crise de confiança levou ao resgate de R\$ 54,5 bilhões, ou 14,6% dos fundos, nos três meses após a adoção da marcação a mercado. Parte desses resgates foi utilizada na compra de divisas acentuando ainda mais a desvalorização do real.

No torvelinho internacional de aversão aos riscos e seus reflexos nos mercados financeiros brasileiros, o baixo nível de reservas em divisas diante da imensa demanda fez com que a atuação da autoridade monetária se revelasse impotente para atenuar a volatilidade e a desvalorização da taxa de câmbio.

1.2 Mercados financeiros em tempos de euforia

A reversão do ciclo internacional de escassez de recursos para as economias emergentes teve início no último trimestre de 2002, praticamente coincidindo com a posse do governo Lula. A nova fase de abundância de liquidez para as economias emergentes decorreu do aumento do apetite ao risco nos mercados globais e da busca desenfreada por rendimentos. Esta fase se encontra ainda em curso no início de 2006, Mas, ela tem sido entrecortada de mini-ciclos de reversão, sobretudo em função do processo de elevação das taxas de juros básicas das economias desenvolvidas, em particular a norte-americana, que suscitam dúvidas e incertezas sobre sua continuidade.

A apreciação da moeda e dos ativos brasileiros que se verificou ao longo de 2003 pode, essencialmente, ser atribuída à reversão dos ataques especulativos que tinham deprimido fortemente seus preços. Mas, a partir do início do segundo semestre de 2004, a valorização do real voltou a ter forte aceleração quando a autoridade monetária assinalou para o início de novo ciclo de alta da taxa de juros básica. A combinação entre juros mais elevados e um risco-país que continuava a se reduzir começou a atrair o interesse dos especuladores mais agressivos que começaram a fazer apostas na valorização da moeda brasileira.

Até o fim do ano de 2004, a apreciação do real conviveu com um período de desvalorização do dólar americano face às demais moedas e foi então atribuída pelas autoridades a este fator. Em

⁹ A regra de marcação a mercado existia desde 1995, mas não era seguida por muitos bancos. Sua aplicação generalizada estava prevista para o mês de setembro de 2002, mas a Comissão de Valores Mobiliários e o BC anteciparam esta data para 31 de maio de 2002. Ela requer que todos os ativos detidos por fundos de investimento e por tesourarias de instituições financeiras sejam avaliados a preços de mercado. Antes disto, todos os ativos, incluindo os dos fundos DI, tinham seu valor reconhecido com base em custos históricos e rendimentos acumulados.

sua interpretação, não era o real que se valorizava, mas o dólar que se depreciava... Mas, a partir de janeiro de 2005, o dólar voltou a se valorizar diante das outras moedas, enquanto o real, impávido, continuava se apreciando e a taxa de juros básica seguia sua trajetória de alta. A apreciação do real foi muito maior em relação ao dólar do que a de outras moedas em decorrência, de um lado, do endurecimento da política monetária e, de outro lado, da queda do risco país. É indispensável sublinhar novamente que a taxa de juros brasileira tem constituído um recorde mundial tanto em termos nominais quanto reais. A flagrante anomalia dessa divergência entre elevada taxa de juros e risco país em queda tem condicionado os movimentos de preços dos ativos brasileiros, notadamente a taxa de câmbio.

Os investidores internacionais elevaram consideravelmente suas apostas na valorização do real, em uma futura queda da taxa básica de juros brasileira e numa valorização dos demais ativos. Seu interesse foi aguçado, a partir do mês de novembro de 2004, pelas emissões privadas de títulos de dívida externa denominados em reais¹⁰ e pagando juros próximos aos juros internos que atraíram uma demanda mais elevada do que se supunha e despertaram o interesse de um grande número de *players* internacionais.

As emissões privadas foram seguidas, em agosto, por uma emissão internacional de um bônus soberano brasileiro denominado em reais para vencimento em 2016. O sucesso desta emissão foi decisivo para fortalecer a crença do governo brasileiro que era possível estabelecer uma curva de rendimentos em reais por prazos mais longos e com juros pré-fixados ou indexados à inflação. Esta crença levou à adoção (MP 281, editada em 15 de fevereiro de 2006) de uma isenção de impostos aos estrangeiros que adquirirem títulos da dívida pública interna, de forma a tirar proveito do imenso apetite por rendimento nos mercados internacionais para melhorar o perfil da dívida pública interna, alongar seus prazos, provocar uma queda mais acentuada dos juros de mais longo prazo e, *last but not least*, reduzir o endividamento em divisas ao substituir dívida externa por dívida interna.¹¹

1.2.1 Instrumentos fora de balanço e investidores estrangeiros

O fluxo de câmbio no mercado à vista (constituído pelo volume de câmbio contratado acrescido das posições em divisas dos bancos) explica apenas parte da apreciação do real. Para entender uma valorização tão acentuada da taxa de câmbio do real deve se acrescentar o considerável aumento do volume de operações financeiras com instrumentos derivativos ao fluxo de câmbio no mercado à vista. Essas operações com instrumentos fora de balanço,¹² caracterizadas por uma alavancagem elevada, buscam tirar proveito da valorização do real e das elevadas taxas de

¹⁰ Embora sejam efetivamente liquidados em dólares, estes bônus acompanham a evolução da taxa de câmbio do real.

¹¹ Em fevereiro e março de 2006, investidores não-residentes adquiriram 20% dos papéis públicos ofertados, elevando a média mensal anterior, que era menor que 5%. Esse aumento de apetite também fez com que as instituições financeiras estrangeiras adquirissem 41% do total de R\$ 18,798 bilhões ofertado em leilões somente em março. Em fevereiro, essa participação tinha sido de 34% do total.

¹² A expressão contábil dos derivativos financeiros contribui para acentuar a virtualidade desses mercados. O balanço de toda empresa dá no ativo a imagem do que é possuído e no passivo do que é devido. Mas as operações em curso não resumem todas as suas atividades que também são constituídas de promessas e compromissos futuros. Esses não podem ter um registro contábil no balanço e são registrados em contas especiais ditas “fora de balanço”.

juros internas. A taxa de câmbio formada nos mercados para liquidação futura tem impacto direto na taxa de câmbio à vista através da arbitragem ou de sua influência nas expectativas dos agentes¹³.

A importância dos derivativos na apreciação do real não pode ser inteiramente dimensionada, já que essas operações são realizadas tanto em mercados organizados – que fornecem números precisos sobre os volumes negociados – quanto em mercados de balcão, inclusive os localizados *offshore*¹⁴ para os quais não existem números recentes e confiáveis. Fontes de mercado indicam que as operações *offshore* podem ter alcançado US\$ 75 bilhões no primeiro trimestre de 2006. Somam-se a isto contratos em aberto (Tabela 1) próximos de US\$ 50 bilhões nos derivativos de câmbio na Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F). Esses volumes são muito superiores aos negociados no mercado de câmbio à vista.

Tabela 1
Volume de contratos negociados na BM&F, por ativo

Ano	Câmbio	Índice de ações	Taxas de juros
2003	19320993	6631272	83553886
2004	27421447	7160152	139066000
2005	41810287	6136482	146655688

Fonte: Síntese de Dados, BM&F.

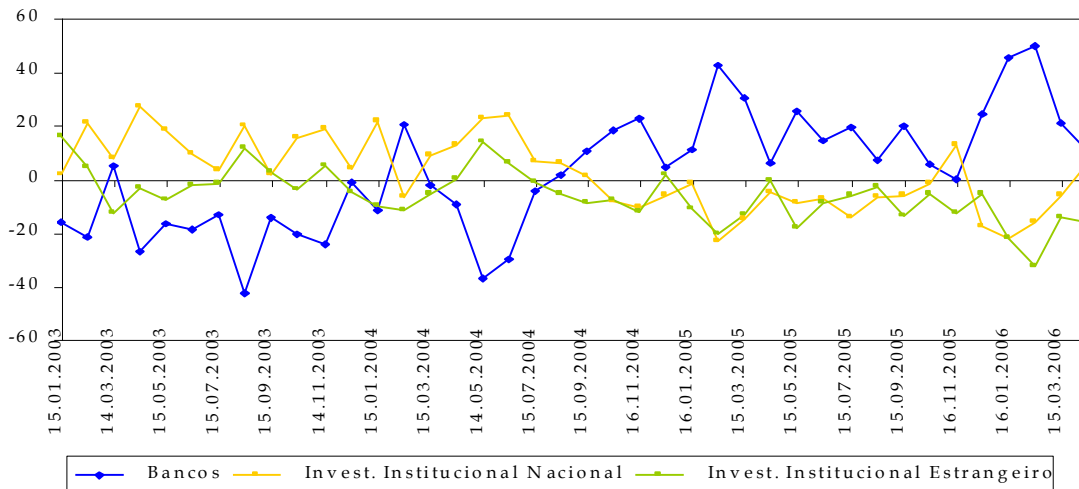
Os dados fornecidos da BM&F permitem avaliar o tamanho das posições dos investidores institucionais estrangeiros, embora não permitam distinguir as posições dos bancos internacionais das mantidas por bancos nacionais. Os investidores estrangeiros tiveram importância decisiva no imenso aumento do volume de negócios com ativos financeiros brasileiros e seus derivativos. O elevado volume dessas apostas expressou-se na taxa de câmbio, nos preços dos ativos e na curva de juros dos contratos futuros de juros da BM&F. Nos derivativos de câmbio, as posições dos investidores estrangeiros estão concentradas na ponta de venda, que realiza lucros na apreciação do real (Gráfico 2). Nos derivativos de juros - desde setembro de 2004, quando o Banco Central iniciou o “processo de elevação da taxa de juros” que levou a Selic de 16% para 19,75% - os investidores institucionais estrangeiros reinam incontestes na ponta comprada (Gráfico 3). Esta posição representa uma aposta na queda da taxa Selic, sobretudo nos vencimentos mais longínquos, e decorre de suas expectativas que a taxa de juros básica da economia brasileira não poderá manter-se indefinidamente em patamar tão superior ao das outras economias emergentes.

¹³ A diferença entre os preços no mercado à vista e para vencimentos futuros constitui o que os operadores de mercado chamam de “base” ou “prêmio”. Em condições normais, o prêmio para ativos financeiros está, essencialmente, relacionado à taxa de juros vigente no mercado monetário para o mesmo prazo, acrescido dos custos de transação. Quando o prêmio se amplia em relação ao “normal”, os agentes buscam comprar o ativo no mercado à vista e vendê-lo nos mercados de derivativos para usufruir de uma taxa de aplicação mais elevada. Quando o prêmio se reduz, os agentes - que detêm o ativo à vista ou conseguem tomá-lo emprestado - vendem no mercado à vista e compram para vencimentos futuros, de forma a tirar proveito de uma taxa de captação inferior.

¹⁴ O mecanismo de derivativos financeiros neles empregado é o *non deliverable forward* (NDF) ou mercado a termo sem entrega física. O NDF é conceitualmente similar a uma simples operação de câmbio a termo em que as partes concordam com um montante principal, uma data e uma taxa de câmbio futuras. A diferença é que não há transferência física do principal no vencimento. A liquidação financeira que reflete a diferença entre a taxa de câmbio inicial e a constatada na data do vencimento é feita em US\$ ou em outra divisa plenamente conversível.

O Gráfico 4, por sua vez, mostra o predomínio dos investidores estrangeiros na compra de índice futuro de ações.

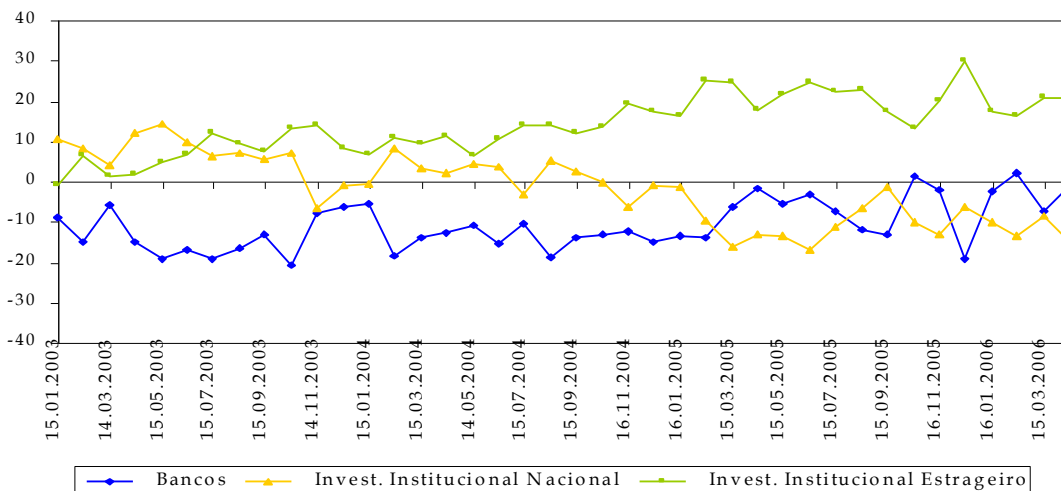
Gráfico 2
Contratos em aberto ^(a) na BM&F
Derivativos de taxa de câmbio ^(b)



- a) os contratos em aberto são uma medida do estoque de posições assumidas e não liquidadas.
- b) Observações acima da linha representam posições compradas em câmbio futuro que terão lucro caso o real se desvalorize; as abaixo da linha são posições vendidas cujo lucro depende da apreciação do real.

Fonte: BM&F. Elaboração própria.

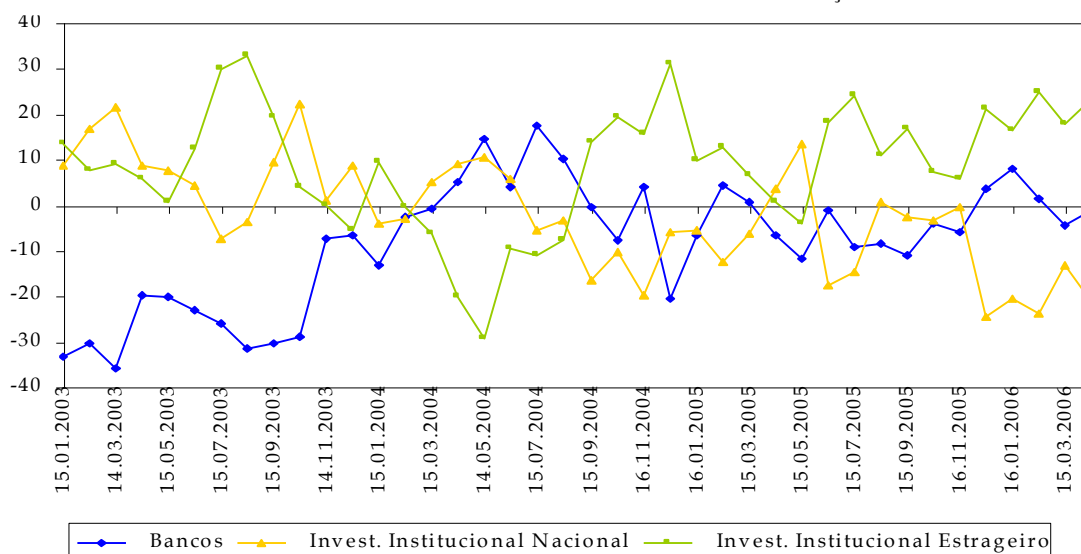
Gráfico 3
Contratos em aberto na BM&F – Derivativos de taxas de juros ^(c)



- c) as observações acima da linha representam posições compradas em juros futuros que terão lucro caso a taxa de juros caia; as abaixo da linha são posições vendidas assumidas na expectativa que a queda dos juros não seja tão intensa quanto prevista.

Fonte: BM&F. Elaboração própria.

Gráfico 4
Contratos em aberto na BM&F – Derivativos de índice de ações (d)



d) observações acima da linha representam posições compradas em índices de ações que terão lucro em caso de alta na Bolsa de Valores; as abaixo da linha são posições vendidas assumidas na expectativa que o preços das ações venha a cair.

Fonte: BM&F. Elaboração própria.

O predomínio dos investidores estrangeiros também se verifica nos negócios à vista de ações na Bovespa (Tabela 2) e foi o fator preponderante na alta dos preços das ações, inclusive em períodos de crise política. No ano de 2006, até o dia 4 de abril, sua participação chegou a representar 36,4% dos negócios realizados.

Tabela 2
Participação dos investidores na Bovespa – (Compras + Vendas)

Anos	Pes. físicas	Institucionais	Estrangeiro	Instit. Finan.
2005	25,4	27,5	32,8	11,7
2004	27,5	28,1	27,3	13,8
2003	26,2	27,6	24,1	18,0
2002	21,9	16,5	26,0	32,1
2001	21,7	16,0	25,1	34,0
2000	20,2	15,8	22,0	36,7
1999	15,9	15,6	22,3	39,1
1998	12,3	17,6	25,1	37,0
1997	10,4	19,0	25,9	40,0
1996	9,9	13,0	28,6	45,1
1995	11,3	15,8	26,4	41,3
1994	9,7	16,4	21,4	45,5

Fonte: Bovespa.

Nos negócios à vista no mercado internacional, um grande volume tem sido registrado com títulos da dívida externa pública e privada bem como com ações de empresas brasileiras negociadas nos EUA (*American Depositary Receipts, ADRs*). Altamiro Silva Júnior (*Valor Econômico*,

12 abr. 2006) aponta que as ações brasileiras foram as mais negociadas no primeiro trimestre de 2006. Operações no valor de US\$ 61,5 bilhões fizeram que os ADRs brasileiros superassem os de empresas do Reino Unido ou da China e assumissem o primeiro lugar de ações estrangeiras na Bolsa de Nova York. Em volume de negócios com ADRs, a Petrobrás foi a primeira colocada em março de 2006 com um giro de US\$ 7 bilhões, enquanto por exemplo, a *British Petroleum* movimentou US\$ 4,5 bilhões. Em dólar, os preços desses ADRs subiram 19,5% no trimestre, ganho superior ao das empresas chinesas (19,1%), asiáticas (9,8%) ou da média dos países emergentes (12,7%).

As elevadíssimas apostas dos investidores estrangeiros na valorização da taxa de câmbio e dos demais ativos brasileiros configuram uma espécie de bolha especulativa. Tais apostas refletem suas expectativas de “convergência” (ver SEÇÃO III) das taxas de juros e dos preços dos ativos brasileiros para níveis mais compatíveis com os das demais economias emergentes que levaria o Brasil a alcançar o almejado *investment grade*.

Essas apostas têm levado a forte valorização da taxa de câmbio e dos preços dos ativos, causando distorções de preços e provocando impactos macroeconômicos de alcance ainda não totalmente esclarecido. A alta dos preços das ações brasileiras em 2005 ocorreu paralelamente a um crescimento pífio da economia. As empresas têm preferido reduzir seu endividamento externo e distribuir dividendos, ao invés de fazer novos investimentos no país. Muitas delas estão anunciando investimentos no exterior para driblar os efeitos da valorização do real em sua competitividade internacional. A apreciação cambial tem atraído críticas até dos economistas considerados como arquétipos da ortodoxia, como a recente análise de John Williamson, principal formulador do conjunto de reformas econômicas liberais conhecido como Consenso de Washington, que advertiu que “a excessiva valorização do câmbio é perigosa e deve ser evitada” além de assinalar que “o Banco Central aumentou os juros além do que seria preciso para conter a inflação nos últimos anos e poderia acelerar o ritmo de redução da taxa Selic” e recomendar que “o BC deveria adotar uma estratégia mais agressiva de acumulação de reservas para deter a valorização do real em relação ao dólar e poderia baixar a taxa de juros mais rapidamente do que tem feito.”¹⁵

Como as posições de derivativos não acarretam entradas de capitais no país, elas estão imunes a medidas fiscais como a tributação pelo Imposto sobre Operações Financeiras (IOF), adotadas por Gustavo Franco e recentemente sugeridas por Pastore. O IOF sobre fluxos de capitais de curto prazo pode impor um custo adicional às operações realizadas no mercado à vista de câmbio, mas outras soluções devem ser consideradas para reduzir o volume das apostas em derivativos. Entre essas destacam-se as seguintes: para os investidores nacionais, é possível aumentar as margens das operações de derivativos, reduzindo o grau de alavancagem destas operações, também é possível exigir dos bancos mais capitalização nas operações com moeda estrangeira e com derivativos que envolvam moeda estrangeira. Quanto aos investidores estrangeiros, é factível voltar a aplicar as restrições impostas por Gustavo Franco, extintas pela Resolução 2689 do Banco Central de 26 de janeiro de 2000.

15 Cf. BC poderia baixar os juros mais rapidamente. *Valor Econômico*, 31 mar. 2006. p. C5

Neste cenário de aumento dos volumes das posições em ativos brasileiros, os agentes aceitaram correr mais riscos e, muito provavelmente, aumentaram o grau de alavancagem das carteiras.¹⁶ Quanto mais elevadas forem as posições com riscos, a participação de capitais estrangeiros voláteis de curto prazo e a alavancagem das carteiras, potencialmente maior e mais abrupta poderá ser a repercussão de uma mudança de cenário causada pela redução da liquidez internacional, pela queda do apetite dos investidores por risco ou por algum outro fator impossível de determinar *ex-ante*.

1.2.2 O BCB e a taxa de câmbio

A partir de 2003, o novo ciclo de liquidez internacional para economias emergentes levou o BCB a atuar de forma intermitente no mercado de câmbio, comprando divisas para recompor reservas, além de não renovar os títulos da dívida pública indexados ao câmbio. Mas, suas intervenções não foram persistentes, com grandes períodos de inação que reforçaram a interpretação dos agentes dos mercados financeiros que sua intenção básica era de promover a valorização cambial como instrumento contra a inflação.

No início de fevereiro de 2005, reconhecendo que a pressão sobre a taxa de câmbio provinha igualmente de operações financeiras e que essas operações estavam dificultando a elevação da taxa de juros projetada para prazos mais longos, o BCB decidiu ofertar derivativos de câmbio, denominados de *swaps* reversos com características opostas às dos *swaps* cambiais emitidos em 2002. Os novos *swaps* têm o propósito de proporcionar aos investidores um retorno semelhante à compra de reais contra dólares e sua aplicação à taxa dos Certificados de Depósitos Interbancários (CDI). Para o BCB, a operação tem resultado equivalente ao de uma compra futura de dólares pagando os juros do CDI. Nesse sentido, este derivativo de câmbio contém todos os ingredientes buscados pelos investidores, através de complexas operações de engenharia financeira. Vale dizer, a autoridade monetária, da mesma forma que em 2002, forneceu liquidez aos investidores além de ter contribuído para a elevação do volume de derivativos de câmbio do real. No balanço do período, constata-se que a atuação da autoridade monetária, no mercado à vista (compra de US\$ 34,7 bilhões de janeiro de 2004 a março de 2006) e no de derivativos, não impediu a continuidade da valorização do real embora possa ter reduzido seu ritmo.

A imprensa tem apontado que devido a essas operações, o governo teria passado a ser credor líquido em dólar. Os dados fornecidos pelo Relatório de Inflação do BCB de março de 2006 mostram que “a dívida líquida interna, acrescida da exposição em *swap* cambial evoluiu de US\$ 59 bilhões em final de 2002 para o saldo líquido negativo de US\$ 11 bilhões em janeiro de 2006. Esse recuo refletiu a redução da dívida cambial de US\$ 33,2 bilhões para US\$ 2,8 bilhões, e a inversão da posição de *swap*, da posição “vendida” de US\$ 25,8 bilhões para posição “comprada” de US\$ 13,8

¹⁶ Muitos participantes nos mercados financeiros apontam, por exemplo, para a existência de vultosas operações de *hedge funds* com ativos brasileiros utilizando recursos tomados a baixíssimo custo em iene japonês. O retorno do crescimento econômico do Japão deve levar a uma elevação da taxa de juros daquele país, provocar um fortalecimento de sua moeda e causar a liquidação dessas e de outras operações de *carry trade*.

bilhões no mesmo período". Mas, deve ser ressaltado que nenhum dos derivativos, tanto os negociados na BM&F, nos mercados *offshore*, quanto os emitidos pelo Banco Central prevêem a entrega efetiva de divisas. No vencimento, as liquidações são apenas referenciadas à taxa de câmbio à vista do real. Assim, mesmo que os *swaps* reversos permitam à autoridade monetária aumentar a sua cobertura cambial, em nenhum momento essas posições passarão a fazer parte das reservas internacionais do país, embora tenham custado a elevada taxa do CDI. Como todos os derivativos, passado o vencimento dos *swaps* reversos,¹⁷ a cobertura cambial oferecida por eles desaparecerá junto com a posição credora do governo.

Resta que, por intermédio da taxa de juros básica e num contexto de liquidez internacional elevada, a atuação da autoridade monetária tem tido impacto significativo e direto na taxa de câmbio, ao contrário do período anterior em que suas intervenções nos mercados e de sua política de juros foram inócuas para a taxa de câmbio.

2 Inflação e política monetária

A dinâmica da inflação no Brasil tem mantido estreita vinculação com a taxa de câmbio desde a adoção do Plano Real em 1994. Naquele período, a taxa de câmbio sobrevalorizada serviu de âncora para a estabilização dos preços. Os contratos de privatização de empresas estatais do setor de serviços acentuaram esta vinculação ao indexar seus preços a índices de inflação que refletem mais rápida e intensamente a taxa de câmbio. Em janeiro de 1999, após a adoção do regime de câmbio flutuante, a taxa de câmbio passou a constituir o principal propulsor das alterações de preços, acelerando a inflação nos momentos em que a aversão aos riscos predominava nos mercados internacionais. No novo ciclo de elevada liquidez internacional, o câmbio voltou a cumprir o papel de principal fator de estabilidade dos preços e canal de transmissão da política monetária, atenuando os efeitos de outros choques exógenos como os aumentos dos preços internacionais das *commodities*.

A mudança de regime cambial provocou alterações na forma com que o governo passou a procurar controlar a inflação. Em 1999, o Banco Central adotou o regime de metas de inflação, com a taxa de juros tornando-se o instrumento mais importante à disposição das autoridades monetárias. Em contraposição à política monetária discricionária, em que a autoridade monetária reserva-se o direito de utilizar os instrumentos de que dispõe em função do estado da economia, o regime de metas de inflação consiste numa regra fixa que condiciona a utilização dos instrumentos de política monetária à obtenção de um objetivo predeterminado.

2.1 Regime de metas de inflação

Os fundamentos teóricos do regime de metas de inflação se baseiam no princípio de neutralidade da moeda e nas hipóteses novo clássicas de expectativas racionais, equilíbrio de

¹⁷ 77,4% dos contratos de *swaps* reversos vencem em 2006 (Relatório de Inflação do BC de março de 2006).

mercado, preços flexíveis e oferta de trabalho determinada por salários reais. Mas, no que concerne à política monetária, o principal argumento do modelo novo clássico é a existência de um viés inflacionário inerente à prática governamental¹⁸ que leva a autoridade monetária a praticar uma política caracterizada como “inconsistente temporalmente”.¹⁹ Nesse contexto, a ênfase na estabilidade de preços é feita em contraposição às políticas monetárias discricionárias – decorrentes das análises macroeconômicas keynesianas que consideram que a moeda não é neutra – cujo intuito é a redução do desemprego, consideradas ineficientes pelos novos clássicos. A ampla aceitação desses argumentos levou tanto ao desenvolvimento do regime de metas de inflação quanto à tese da independência do Banco Central como formas de impedir a concretização do viés inflacionário. Nesta visão, o regime de metas de inflação consiste na adoção de regras definidas para a condução da política monetária por um Banco Central com objetivos precisos de estabilidade de preços e, portanto, incentivado a não ser contaminado por este viés.

As principais características da implementação de um regime de metas de inflação são: o anúncio público que o Banco Central tem o objetivo de levar ou manter a inflação a um nível numérico predefinido (que pode ser um ponto específico ou comportar uma banda), o horizonte temporal relevante para se alcançar a meta; a escolha de um parâmetro para mensurar a inflação e aferir o cumprimento da meta; o grau de responsabilização da autoridade monetária, caso ela não seja atingida, e a necessidade que suas ações tenham transparência e sejam comunicadas ao público. Neste momento, deve estar definido se este será o único objetivo do Banco Central, ao qual outros se subordinam, ou se deverá se combinar com outros objetivos como crescimento econômico. A adoção desse novo regime deve abrir a possibilidade de uma convergência gradual da inflação para um patamar definido como de “estabilidade de preços”.²⁰ Alguns autores listam condições adicionais que seriam fundamentais para o bom funcionamento do regime de metas de inflação, entre as quais destacam-se: inexistência de outra âncora nominal para as expectativas (que fornece a base para a combinação do regime de metas com o de câmbio flutuante); austeridade na gestão das contas públicas; (ausência de dominância fiscal); solidez do sistema financeiro (para evitar que a autoridade monetária tenha de atuar como prestador de última instância). (Mishkin, 2000²¹; Mishkin; Schmidt-Hebbel, 2001²²).

18 Esse viés inflacionário de política monetária decorreria das pressões políticas. Políticos de sociedades democráticas, guiados pela necessidade de reeleição, adotariam medidas como a diminuição da taxa de juros, abaixo de seu nível de equilíbrio, com o objetivo de reduzir o desemprego. No curto prazo, tais medidas podem ter algum sucesso, se surpreenderem os agentes. No longo prazo, a existência de um *trade-off* entre produto (ou emprego) e inflação é enfaticamente negada pelos novo-clássicos que sublinham que na medida em que a moeda é neutra, no longo prazo, a política monetária só afeta os preços, sem influenciar o emprego e a renda.

19 “Uma política é dita temporalmente inconsistente se determinada decisão de política econômica, que faz parte de um plano ótimo, anunciada em determinado período, deixa de ser ótima em uma data futura, mesmo que nenhuma nova informação relevante tenha surgido no período em questão”. (Modenesi, A. M. *Regimes monetários*. Barueri, SP: Manole Ed., 2005. p. 166.

20 A estabilidade de preços não significa, na prática, uma inflação zero, mas uma inflação baixa e estável.

21 Mishkin, Frederic S. Inflation targeting for emerging market countries. *American Economic Review: Papers and Proceedings*, v. 90, n. 2, p. 105-109, May 2000.

22 Mishkin, Frederic S.; Schmidt-Hebbel, Klaus. *One decade of inflation targeting in the world: What do we know and what do we need to know?* Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, Jul. 2001. (NBER Working Paper, n. 8397); Corbo, Vittorio; Landerretche, Oscar; Schmidt-Hebbel, Klaus (Ed.). *Ten years of inflation targeting: design, performance, challenges*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2001.

Um amplo e importante debate tem se desenvolvido entre economistas e banqueiros centrais sobre a caracterização do regime de metas de inflação como um conjunto de regras a ser aplicado pelo Banco Central de forma a atingir seu objetivo. Como veremos adiante, este debate é bastante relevante na discussão comparada entre a política monetária praticada pelo Banco Central do Brasil sob a presidência de Armínio Fraga e a de Henrique Meirelles. Para alguns, tais regras devem ser rígidas, de forma a maximizar a credibilidade do Banco Central. Para eles, o custo de uma política monetária restritiva em termos de PIB é, no máximo, de curto prazo, podendo ser negligenciado. Já, outros (Bernanke²³ e Mishkin, 1997, p. 12²⁴) defendem a adoção deste regime, mas sublinham que ele constitui um “quadro de referência” (*framework*) flexível para a política monetária e não um conjunto de *ironclad rules*. Se o regime de metas for interpretado como sendo de regras rígidas “então deveríamos conceder que essa abordagem é suscetível a importantes críticas. Primeiro, a idéia que a política monetária não tem (essencialmente) outros objetivos além da inflação encontra pouca sustentação entre banqueiros centrais, o público e muitos economistas monetários. Segundo, dado que os Bancos Centrais se preocupam com produto, emprego, taxas de câmbio e outras variáveis além da inflação, tratar o regime de metas como uma regra literal pode levar a obter resultados econômicos muito pobres (*very poor economic outcomes*)... Uma ênfase exclusiva nas metas de inflação pode acarretar uma economia real altamente instável, caso ocorram significativos choques de oferta, como grandes mudanças nos preços do petróleo.”

2.1.1 Regime de metas de inflação nas economias emergentes

Entre os países que adotaram o regime de metas de inflação, incluem-se economias emergentes para as quais é importante examinar a questão mais estrutural de sua adequação, em virtude dos choques exógenos suplementares a que estão sujeitas decorrentes da volatilidade e do caráter cíclico dos fluxos financeiros internacionais. O vínculo entre regimes cambiais e políticas monetárias das economias emergentes tem sido objeto de inúmeras publicações e de intenso debate. Em maio de 2005, o *Bank for International Settlements* (BIS, 2005²⁵) publicou um extenso trabalho reunindo diversas contribuições analíticas e estudos de caso em diversos países. Nele, esta questão está retratada com autores (Hawkins, 2005²⁶) defendendo que a crescente internacionalização financeira tem encorajado a convergência das políticas monetárias para a utilização de *market based instruments* e para o regime de metas de inflação. Outros (Mohanty; Scatigna, 2005²⁷) apontam para a perda de independência das políticas monetárias, visto que para o conjunto das economias emergentes, emitentes de moeda inconvertível, a crescente liberalização das contas de capitais e a desregulamentação financeira tiraram graus de liberdade na

²³ Ben Bernanke substituiu Alan Greenspan na presidência do Federal Reserve Americano, em 2006.

²⁴ Bernanke, B.; Mishkin, F. *Inflation targeting: a new framework to monetary policy*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 1997. (NBER Working Paper, n. 5893). Disponível em: <<http://www.nber.org>>.

²⁵ Bank for International Settlements (BIS). *Globalisation and monetary policy in emerging markets*. May 2005a. (BIS Papers n. 23). Disponível em: <<http://www.bis.org>>.

²⁶ Hawkins, John. Globalisation and monetary operations in emerging economies. In: Bank for International Settlements (BIS). *Globalisation and monetary policy in emerging markets*. May 2005b. (BIS Papers n. 23). Disponível em: <<http://www.bis.org>>.

²⁷ Mohanty, M. S.; Scatigna, Michela. Has globalisation reduced monetary policy independence? In: Bank for International Settlements (BIS). *Globalisation and monetary policy in emerging markets*. May 2005c. (BIS Papers n. 23). Disponível em: <<http://www.bis.org>>.

determinação do regime cambial e da política monetária. Segundo esses autores, isso se verifica, sobretudo, nas economias com um grau elevado de abertura financeira, acentuando a inter-relação entre taxas de juros e de câmbio, enquanto as que mantêm algum grau de controle sobre os fluxos de capitais conseguem, pelo menos parcialmente, insular suas políticas monetária e cambial. Ademais, países em que os fluxos de capitais externos de curto prazo são pouco importantes diante dos fluxos de capitais mais estáveis, como os investimentos diretos, mantêm maior independência na determinação das taxas de juros e de câmbio. Já os que necessitam garantir a continuidade e permanência dos fluxos de curto prazo, para financiar seus balanços de pagamentos, são levados a determinar suas políticas monetária e cambial em função desses fluxos.

A adoção cada vez mais generalizada de taxas de câmbio flutuante resulta numa volatilidade desta taxa mais elevada nas economias emergentes²⁸, do que nas desenvolvidas, devido aos ciclos de *feast or famine* de liquidez internacional que provocam surtos inflacionários pela transmissão (*pass-through*) – também muito mais alta – das desvalorizações cambiais aos preços. Uma depreciação percebida como persistente da taxa de câmbio pelos agentes econômicos pode resultar em conseqüências inflacionárias, reduzindo o grau de autonomia da política monetária. Se tal efeito for elevado, as autoridades monetárias serão obrigadas a elevar a taxa de juros em resposta a um choque externo, para controlar seus efeitos sobre os preços. Quanto maior o *pass-through*, maior será o impacto do câmbio sobre a inflação e maior a propensão das autoridades monetárias a aumentarem as taxas de juros. Nessas condições, as taxas de juros resultantes da política monetária passam a sofrer influência direta do regime cambial adotado. Truman (2002²⁹) chega a afirmar que: “se os preços da maioria dos bens e serviços estão vinculados aos movimentos da taxa de câmbio, seria razoável perguntar se essa economia está bem servida pelo regime de câmbio flutuante”.

2.2 Metas de inflação e câmbio flutuante no Brasil

No Brasil, o regime de metas de inflação, sugerido pelo FMI, foi adotado em julho de 1999, no contexto de fortes desvalorizações do real e num cenário externo caracterizado por elevada aversão aos riscos,. Ele tinha por objetivo substituir a âncora cambial, vigente na primeira fase do Plano Real, por uma “âncora nominal” das expectativas dos agentes. Na busca de credibilidade, a autoridade monetária que tinha se desgastado na atribulada mudança de regime cambial, definiu um formato para o regime de metas de inflação extremamente rígido e despido de flexibilidade.

O formato brasileiro do regime de metas de inflação pode ser descrito da seguinte maneira: as metas são decididas pelo CMN com 18 meses de antecedência, um objetivo central e um intervalo de tolerância acima e abaixo dele são definidos, o horizonte temporal para que as metas

28 Fraga, Armínio; Goldfajn, Ilan; Minella, André. *Inflation targeting in emerging market economies*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, Oct. 2003. (NBER Working Paper, n. 10019), apresentam dados, após a adoção da combinação de câmbio flutuante e regime de metas de inflação, que confirmam a maior volatilidade das taxas de câmbio nas economias emergentes. “O coeficiente de variação é de 0.15 nessas economias contra 0.11 nas economias desenvolvidas. Mas, existem diferenças no grupo das economias em desenvolvimento: Brasil, Chile, Hungria, Peru e África do Sul apresentam uma volatilidade significativamente maior da taxa de câmbio, uma média de variação de 0.22.” (p. 26).

29 Truman, E. M. *Inflation targeting from a global perspective*, apresentado no Rio de Janeiro, em 17 de maio de 2002. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>.

sejam atingidas corresponde a um ano do calendário gregoriano, o índice representativo escolhido para a aferição da inflação é o Índice de Preços ao Consumidor Ampliado (IPCA) apurado pelo IBGE. Esse formato tem sido objeto de diversas críticas. As metas de inflação decididas com muita antecedência têm se revelado muito apertadas, porque respondem apenas à “vontade política” de promover uma queda da inflação sem levar em conta eventuais choques de preços. O horizonte de um ano é muito curto para levar os preços a convergir para a meta, provocando taxas de juros desnecessariamente altas. Ao invés de escolher um índice “cheio” que para apuração da inflação, deveriam ser utilizadas medidas de núcleo de inflação que permitem reduzir a repercussão dos choques exógenos nas decisões de política monetária. Soma-se ainda o fato que o BCB utiliza uma pesquisa de opinião junto a analistas de bancos, que são quem tem mais a ganhar com taxas de juros elevadas, para apurar as expectativas de inflação dos “agentes racionais”, o que introduz um viés altista em suas decisões.

Os ataques especulativos contra a moeda brasileira que se sucederam até 2002 revelaram os efeitos perversos da combinação dessa política monetária com a taxa de câmbio flutuante numa economia que possui uma estrutura de formação dos preços que amplifica o impacto da instabilidade dos fluxos de capitais e da taxa de câmbio na inflação. Nessas condições, por intermédio das taxas de juros, o sistema de metas de inflação retransmitiu, ao conjunto da economia, a volatilidade engendrada nos mercados financeiros globais que provocou episódios sucessivos de *stop and go* ou “vôos da galinha”.

2.2.1 Estrutura de preços, *pass-through* e impacto dos juros no Brasil

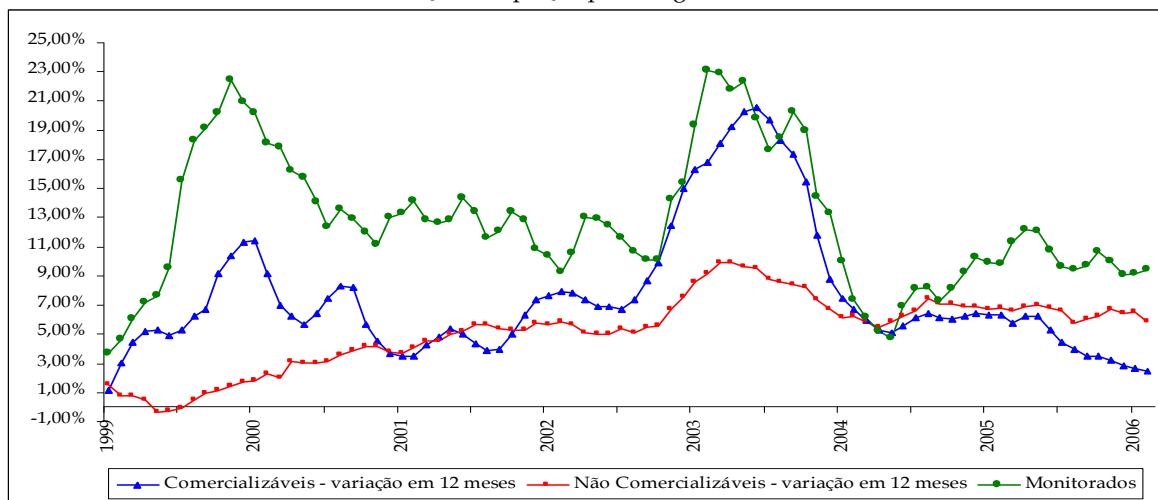
A questão do *pass-through* elevado ganha especial relevância no Brasil que se singulariza por ser o único que adotou, por longo período e com largo alcance, mecanismos de indexação da moeda e dos contratos. A decorrente inércia inflacionária foi reduzida na adoção do Plano Real. Mas, ela foi reintroduzida pela adoção de uma indexação das tarifas dos serviços prestados pelas companhias oriundas do processo de privatização. Não é acidental o fato que a literatura disponível sobre o “*pass-through*” nas economias emergentes se valha com grande frequência do caso brasileiro.

A estrutura específica da formação dos preços no Brasil faz com que a desvalorização da taxa de câmbio e/ou os demais choques exógenos de oferta atinjam a maioria dos preços dos bens e serviços. Não são apenas os preços dos bens comercializáveis – que compõem a pauta do comércio exterior – que sofrem os impactos da taxa de câmbio e/ou outros choques de oferta, mas também os preços administrados (em sua maioria compostos por serviços), em virtude dos contratos, firmados na privatização das empresas de telefonia e das distribuidoras de energia elétrica, que determinam reajustes anuais das tarifas tomando por base a evolução dos Índices Gerais de Preços (IGPs), que tem forte peso dos preços por atacado e são muito mais sensíveis à taxa de câmbio e demais choques de oferta. A participação agregada dos bens comercializáveis e dos que têm preços administrados representa quase 69% do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), adotado como índice de referência para a fixação e apuração das metas de inflação. Essa particularidade faz com que a evolução do índice de preços que condiciona a política monetária brasileira seja muito mais sensível aos choques exógenos e à variação cambial, do que as demais economias emergentes. De acordo com o estudo de Mohanty e Scatigna (2005), dados fornecidos pelos próprios Bancos

Centrais de cada país indicam que o Brasil apresenta o grau de *pass-through* mais elevado entre o conjunto de países contemplados³⁰.

Os números mostram que os preços denominados administrados ou monitorados por contrato apresentaram taxas de variação bem mais elevadas que os chamados preços livres, pressionando para cima o índice que baliza o regime de metas para inflação (Gráfico 5). Por seus mecanismos de fixação de preços, bens administrados são muito pouco sensíveis à queda da demanda interna em função da taxa de juros. Assim, para manter a inflação medida pelo IPCA dentro dos limites fixados pelo sistema de metas, o Banco Central tem que compensar uma eventual alta dos preços administrados fazendo com que o segmento livre da economia tenha aumentos bem inferiores. Essa compensação é feita via juros altos, eventual valorização da taxa de câmbio, contenção mais acentuada da demanda e contração da atividade.

Gráfico 5
Evolução dos preços por categoria de bens



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

Os preços dos bens comercializáveis sofrem o impacto direto da variação cambial e/ou dos preços internacionais. Alguns setores, principalmente produtores de *commodities* de qualidade razoavelmente homogênea como soja ou polpa de papel, conseguiram, nos períodos de desvalorização cambial ou de alta dos preços internacionais, impor reajustes equivalentes aos preços internos. Esses setores são indiferentes à redução da demanda interna provocada pela alta da taxa de juros já que podem reduzir a parcela de produção destinada ao mercado interno ou mesmo colocar toda sua produção no mercado externo. Outros setores produtores de bens comercializáveis só conseguem repassar parte da desvalorização ou dos aumentos nos preços internacionais aos seus preços internos, porque a diferença de qualidade de seus produtos ou o tamanho da demanda externa por eles os obriga a vender parte de sua produção no mercado interno. Para esses, embora num grau inferior aos dos bens não comercializáveis, taxas de juros

³⁰ A comparação entre *pass-throughs* indica que, para cada 10% de desvalorização cambial, a inflação sobe 1,2% no Brasil, contra 1,05% na Indonésia (segunda colocada) e 0,58% na Turquia (terceira colocada).

elevadas e baixo crescimento econômico conseguem reduzir a demanda a ponto de levar à redução das margens de lucro para poder continuar vendendo no mercado interno.

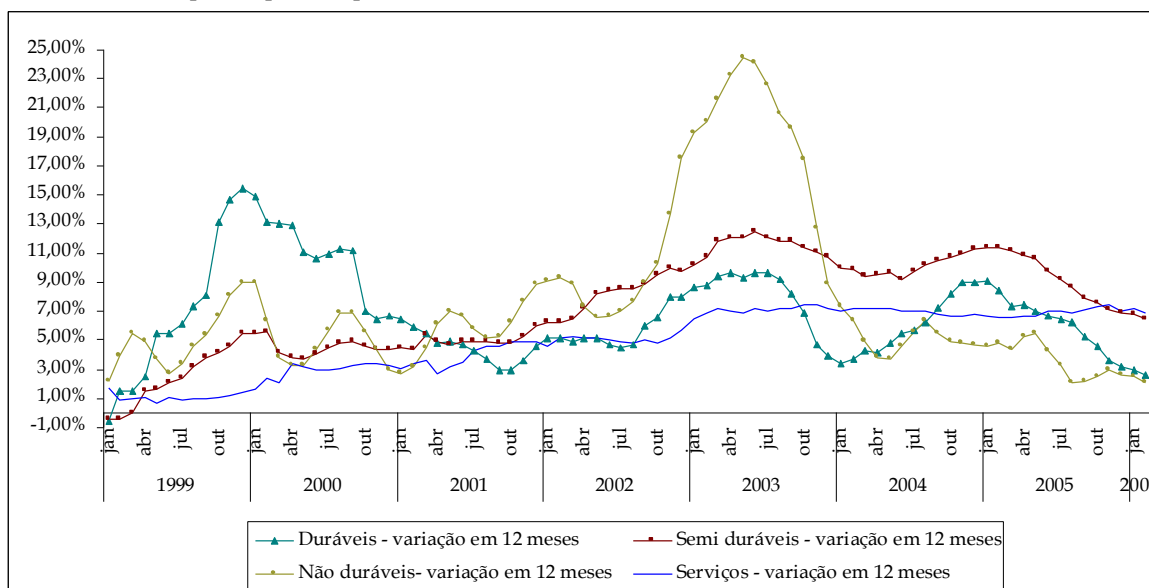
Por outro lado, os preços dos bens não-comercializáveis, destinados ao mercado interno, são os que sofrem diretamente os efeitos da política monetária. Em primeiro lugar, porque houve forte elevação da parcela de renda disponível destinada ao pagamento dos bens administrados,³¹ acarretando uma redução de demanda interna por outros tipos de bens. Em segundo lugar, porque as elevadas taxas de juros têm impacto direto apenas na demanda dessa parcela reduzida dos preços que é pouco sensível à desvalorização cambial ou a choques de oferta advindos do mercado internacional. São os preços dos bens não comercializáveis que se ajustam, através da redução de custos (essencialmente salariais) e de margem de lucros, à redução da demanda agregada provocada pela elevação da taxa de juros. Contudo, esses preços só representam um terço do IPCA, utilizado como parâmetro nas metas de inflação, contra dois terços dos preços administrados e dos bens comercializáveis. É importante salientar, ademais, que as estruturas de mercado das empresas que produzem bens não-comercializáveis são extremamente diferenciadas, implicando diferenças acentuadas de sua formação de preços. Alguns setores industriais muito concentrados não se mostram dispostos a reduzir preços em função da elevação da taxa de juros e da queda da demanda, como, por exemplo, a indústria de cimento. Outros, como no caso dos produtores de bens duráveis (automóveis, eletroeletrônicos e “linha branca”), acabaram reagindo à queda da demanda interna através da exportação de parte de sua produção, o que lhes permitiu contornar a redução da demanda interna reduzindo custos, mas com pouca ou nenhuma redução de margem de lucro, adquirindo contornos de bens comercializáveis com alguma sensibilidade à taxa de juros. Esses setores celebraram contratos de exportação de longo prazo, o que fez com que continuassem a exportar mesmo após a apreciação cambial forçar a redução de sua margem. Entretanto, outros setores – compostos de médias, pequenas e micro empresas – em particular na área de serviços, foram obrigados a cortar fundo em suas margens de lucro, em função das elevadas taxas de juros e da forte queda da demanda interna por aquelas provocada. Muitas dessas empresas passaram a situar-se no limiar de sobrevivência; outras simplesmente deixaram de existir.

Por sua vez, o Gráfico 6 ilustra os movimentos de preços divergentes entre os setores e aponta o expressivo aumento de preços dos bens não-duráveis, em 2002 e 2003, devido principalmente ao impacto da taxa de câmbio e dos preços internacionais em diversas *commodities* agrícolas. A partir de meados de 2003, os preços desses mesmos produtos tiveram forte redução de seu ritmo de alta acentuada pela apreciação da taxa de câmbio que contribuiu para amortecer a trajetória da inflação. Já os preços dos bens duráveis e semi-duráveis passaram a registrar desaceleração continuada somente a partir do final de 2004, em resposta à elevação da taxa básica de juros e da conseqüente apreciação cambial.

³¹ Um estudo de 2005 da Consultoria Globalinvest mostra que, se “em 1994, o conjunto de 6 tarifas públicas (água e esgoto, gás encanado, energia elétrica, ônibus urbano, metrô e telefone fixo) representava 10,9% da renda do trabalhador, hoje esse número atingiu 23,1%. Se o número for comparado ao ano de 1995, a diferença é ainda maior: 8,9% contra 23%.”

Gráfico 6

Evolução dos preços por componentes do IPCA – bens duráveis, semiduráveis, não duráveis e serviços



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

A análise da estrutura de formação de preços no Brasil demonstra que ela amplifica e dissemina aos índices de inflação um grande conjunto de choques de oferta, decorrentes da volatilidade da taxa de câmbio e das variações dos preços internacionais dos produtos exportados pelo país, cujo impacto na taxa de inflação pode ter inclusive ter crescido com o aumento na absorção de produtos brasileiros pelos mercados externos. Essa é a razão de base para que se possa afirmar que a combinação de políticas macroeconômicas metas de inflação/câmbio flutuante é inapropriada para o Brasil. Para os que defendem essa política monetária, ou mesmo para aqueles que consideram que a taxa de juros é, na economia contemporânea, o instrumento preferencial de estabilização dos preços, resta a alternativa de procurar reduzir o *pass-through* dos choques de oferta, seja através de medidas de estabilização da taxa de câmbio seja pela redução ou eliminação da inércia inflacionária e demais canais de disseminação dos choques exógenos ao índice de preços, mudando a atual sistemática de reajuste dos preços administrados ou utilizando, como referencial para a política monetária, um núcleo de inflação que exclua esses preços.

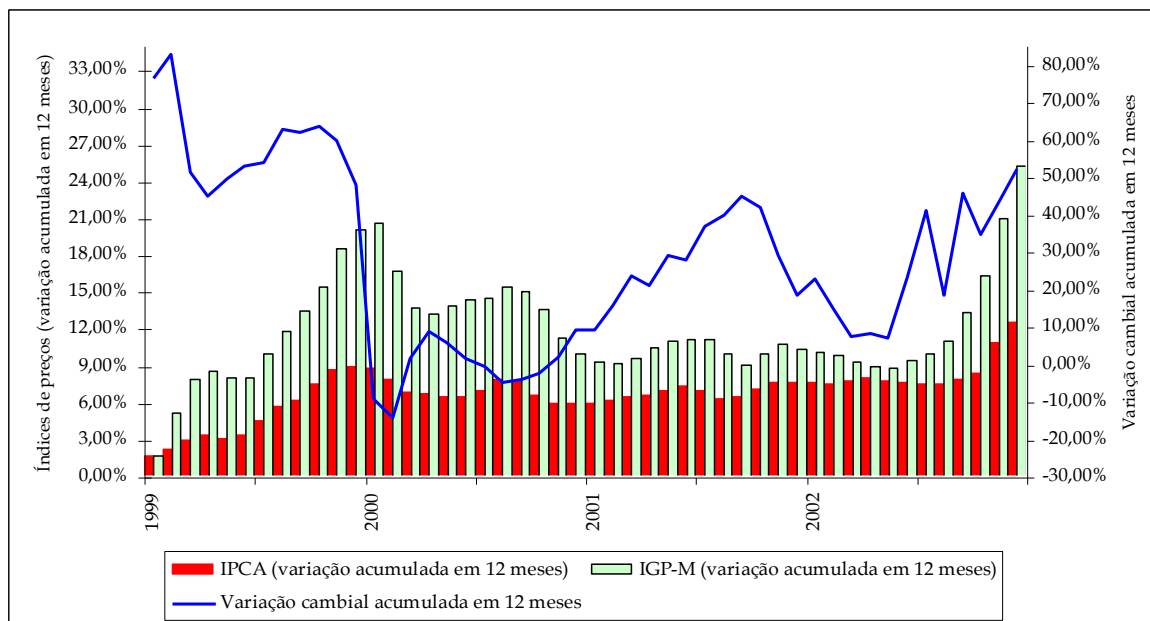
2.2.1.1 Inflação, desvalorização e política monetária no ciclo de baixa liquidez

De janeiro de 1999 a outubro de 2002, a taxa de câmbio do real depreciou-se em 225%. Como mostra o Gráfico 7, mudaram os preços relativos – com forte volatilidade dos preços dos bens comercializáveis (que compõem a pauta de comércio exterior do país) que passaram a refletir as oscilações do câmbio – enquanto os preços dos bens não-comercializáveis perderam valor. Já os preços administrados, em sua maioria constituídos de serviços, apresentaram valorização superior aos demais. Entre 1999 e 2002, a relação entre os preços administrados e os dos bens comercializáveis e não-comercializáveis definidos no mercado elevou-se 31,4%. Ademais, a sistemática de reajuste anual desses preços, com base no acumulado dos doze meses anteriores,

mostrou ser um importante vetor de inércia da inflação provocada pela transmissão da desvalorização cambial aos preços. A elevação dos preços dos bens comercializáveis provocada pela desvalorização cambial foi potencializada, em 2002, pelo início do processo de elevação dos preços de *commodities* nos mercados internacionais. A alta da taxa de câmbio também se refletiu, com defasagens temporais na evolução dos preços administrados, que, em 2002, foram reajustados levando em conta o impacto da desvalorização cambial acumulada a partir de 2001.

Gráfico 7

Variação acumulada em doze meses, IPCA, IGP-M e taxa de câmbio



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

A desvalorização cambial levou ao descumprimento da meta fixada de inflação em dois anos seguidos. Em 1999 e 2000, as metas fixadas pelo novo regime de política monetária tinham sido atingidas e houve paulatina redução da taxa básica de juros, sobretudo, por causa do baixo nível da atividade econômica e, por conseguinte, da demanda. A situação, contudo, foi bastante diferente em 2001, com o ataque especulativo e a forte depreciação do real. Suas repercussões macroeconômicas manifestaram-se por pressões suplementares nos preços que levaram a taxa de inflação a superar o teto máximo da meta fixada pelo governo e incluída no acordo com o FMI. A alta do câmbio repercutiu em alta dos juros e na conseguinte redução do crescimento econômico. Com os efeitos da crise cambial, o IPCA ficou em 7,7% no ano, muito acima da meta de 4% (com tolerância de 2%). O Banco Central estimou que a inflação teria sido de 4,8% se não tivesse ocorrido a crise. Em 2002, a taxa de câmbio do real depreciou-se de forma muito mais acentuada do que em 2001. Como resultado do ataque especulativo, a depreciação real média ao longo do ano foi de 44,6%, e teve forte impacto sobre os preços dos bens dos comercializáveis, que apresentaram acentuada elevação no segundo semestre de 2002. Já os preços dos bens monitorados subiram refletindo ainda os efeitos da desvalorização do ano anterior. O efeito combinado dos aumentos de preços dos bens comercializáveis e dos monitorados puxou a inflação apurada pelo IPCA para

12,5%, muito acima da meta de 3,5%. O Banco Central estimou que a inflação teria sido de 6,7% se não tivesse ocorrido a crise cambial e 4,3% descontados outros choques de oferta. A resposta da política monetária em 2001 e 2002 foi de tentar minimizar os potenciais efeitos inflacionários dos diferentes choques exógenos, limitando sua propagação para os outros preços da economia. Entre fevereiro e julho de 2001, a autoridade monetária elevou a taxa SELIC de 15,25% a.a. para 19,00% a.a. e, após uma breve redução no início de 2002, voltou a elevá-la de 18,00% a.a. em julho para 25,00% a.a. em dezembro.

Mas, existem indicações que a gestão da política monetária na presidência de Armínio Fraga no BC tenha sido, em alguma medida, menos restritiva e ortodoxa do que a que passou a ser praticada na gestão de Henrique Meirelles após a posse do governo Lula. Embora a diferença possa parecer sutil, a percepção e o reconhecimento de choques exógenos foi muito mais clara em 2001 e em 2002. Naquele período, a autoridade monetária manteve, em diversas ocasiões, a taxa básica de juros da economia brasileira em patamares inferiores ao da paridade descoberta.³² Ademais, houve o reconhecimento explícito que a política monetária tinha fortes efeitos no desempenho da economia. Assim, no trabalho de Fraga et al., já citado, são descritas diversas trajetórias para a inflação após ter sofrido choques exógenos tão intensos. Nele se aponta que “trajetórias com quedas mais acentuadas da inflação implicam em perdas excessivas do produto. Simulações indicam que uma meta de inflação que fosse de 6.5% em 2003, implicaria uma queda de 1.6% do PIB. Ademais, uma trajetória que alcançasse a meta de 4%, em 2003, implicaria numa queda ainda mais acentuada do PIB (-7.3%)”. A trajetória da inflação de 2002 levou, no final do ano, à adoção de metas ajustadas de 8,5% para 2003 e 4,5% para 2004, para dar maior flexibilidade à política monetária³³.

2.2.1.2 Choques de oferta e política monetária na fase de bonança internacional

Passadas as eleições, a autoridade monetária se valeu de uma taxa de juros muito elevada para provocar uma queda da demanda dos bens não contaminados pelo câmbio de forma que a queda de seus preços compensasse a alta dos demais, reduzindo o impacto inflacionário do *pass-through*. Apesar disto, a inflação constatada no período foi bastante superior às metas fixadas. Esta inflação foi claramente resultante da concomitância entre os fatores inerciais resultantes da transmissão para os preços administrados da forte desvalorização cambial registrada em 2002 e da acentuação do movimento de elevação dos preços internacionais das *commodities*.

A partir de 2003, o cenário internacional foi extremamente favorável para as economias emergentes com fortes altas dos preços das *commodities* e de produtos semi-industrializados, possibilitando a elevação dos fluxos de capitais e a geração de expressivos superávits comerciais.

³² Isto foi particularmente claro em 2002 quando o risco país do Brasil atingiu 2400 pontos e as projeções para a taxa de câmbio futura eram catastróficas.

³³ Bevilaqua, Afonso S.; Loyo, Eduardo. Brazil's stress test of inflation targeting. In: GLOBALISATION and monetary policy in emerging markets. Bank for International Settlements – BIS. Monetary and Economic Department, May 2005. (BIS Papers, n. 23). Disponível em <<http://www.bis.org>> apontam que os cálculos foram feitos de forma que fossem acomodados dois terços da inércia e com base em considerações sobre a queda do produto. Segundo os autores, como os choques exógenos subjacentes a esses processos inflacionários foram de custos, a gestão da demanda foi ineficaz para conter a inflação, provocando “a great pain with no gain”.

Mas, do ponto de vista dos preços internos, este cenário favorável se traduziu como um choque exógeno de preços. Com a contribuição da apreciação cambial, a partir do fim do primeiro semestre de 2003, o ritmo de inflação começou a ceder. O IPCA passou a apresentar variações mensais bastante baixas (inclusive com deflação em junho). No entanto, o Banco Central aguardou que a queda atingisse o índice acumulado em doze meses antes de iniciar uma redução da taxa básica de juros. Em decorrência desta política monetária restritiva, o crescimento do PIB de 2003 ficou muito próximo a 0.

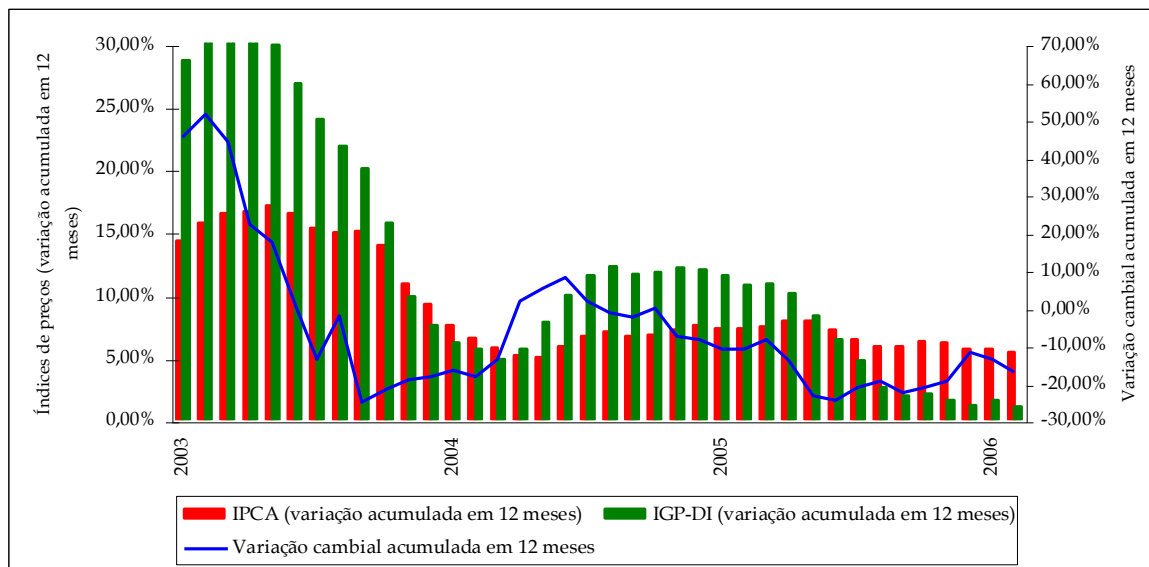
No ano de 2004, outros choques exógenos convergiram e contribuíram para elevar a taxa de inflação: nova aceleração dos preços internacionais das *commodities* e produtos semi-industriais, volatilidade da taxa de câmbio; impacto nos preços do leite da falência da Parmalat; aumento dos preços do petróleo; fatores climáticos que aumentaram os preços dos produtos horti-frutigranjeiros; decisão judicial de voltar a aplicar o índice contratual (IGP-DI) no cálculo do reajuste do setor de telefonia. Esse conjunto de choques exógenos se traduziu diretamente por um aumento do IPCA para 7,6% acumulados no ano, próximo ao teto da margem de tolerância de 8% da meta de inflação prevista. A esses choques somaram-se outros decorrentes da falta de coordenação das políticas macroeconômicas, como o impacto nos preços da mudança de base, elevação de alíquota e extensão aos produtos importados da Cofins.

O mesmo diagnóstico se impõe no que concerne à inflação de 2005. Choques exógenos levaram o IPCA a atingir, nos primeiros quatro meses do ano, uma alta de 2,68%, pouco mais da metade da meta de 5,1 por cento perseguida pelo BC para todo o ano de 2005. Eles foram decorrentes da elevação dos preços internacionais dos grãos, dos metais e do petróleo e de fatores climáticos como a forte estiagem na região sul do país. Outros ainda atingiram os preços monitorados como os aumentos das tarifas dos ônibus urbanos após as eleições municipais ou as tarifas de energia elétrica que tiveram aumentos acima do esperado autorizados pela Agência Nacional de Energia Elétrica (Aneel).

Ao mesmo tempo, o cenário externo e a realização de inúmeras operações financeiras de investidores estrangeiros buscando usufruir da mais alta taxa de juros nominal e real do mundo induziram forte apreciação do real. No período de farta liquidez internacional, de 2003 até o presente momento, a apreciação do câmbio atenuou os efeitos nos preços internos dos choques decorrentes da alta internacional dos preços dos produtos que compõem nossa pauta de comércio externo (Gráfico 8).³⁴ Mas, constatou-se claramente que o *pass-through* da apreciação cambial para os preços ao consumidor tende a ser menos intenso e mais lento do que no período de desvalorização. Segundo Fraga et al. (2003), a assimetria dos efeitos desses choques decorre do fato que “os preços são mais rígidos para baixo, assim choques deflacionários tendem a ter menor efeito na inflação que os choques inflacionários”.

³⁴ Assim, no Relatório de Inflação de março de 2006, lê-se que: “a apreciação cambial teve papel importante para a redução da inflação em 2005, contribuindo com -2,1 p.p. da variação do IPCA observada no ano.. O comportamento da inflação em 2005 evidencia que a taxa de câmbio constitui-se, no caso de uma economia aberta como a brasileira, num mecanismo adicional de transmissão da política monetária. Naturalmente, a apreciação cambial observada no ano não pode ser atribuída unicamente à ação da política monetária, tendo em vista o cenário externo extremamente favorável e os efeitos sobre a percepção de risco-país das medidas de política econômica implementadas pelo governo para fortalecer a capacidade da economia brasileira de resistir a choques.”

Gráfico 8
Variação acumulada em doze meses, IPCA, IGP-DI e taxa de câmbio



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

Mas, ao longo de todo o período, a autoridade monetária demonstrou grande dificuldade em admitir a ocorrência de choques exógenos que foram raramente mencionados nas atas do Copom. A resistência em admitir a ocorrência de choques exógenos indica que a atual diretoria do Banco Central não aceita aplicar o preceito de atuação diante de choques de oferta, elaborado na gestão anterior: “um banco central deve acomodar o impacto direto nos preços do choque exógeno, ao mesmo tempo em que calibra a política monetária para evitar outras rodadas de aumentos de preços” (Fraga et al., 2003, p. 30). Admitir a existência de choques de oferta implicaria, ao menos, admitir a possibilidade de uma inflação que se distanciasse do centro da meta e se aproximasse da faixa superior de sua banda.

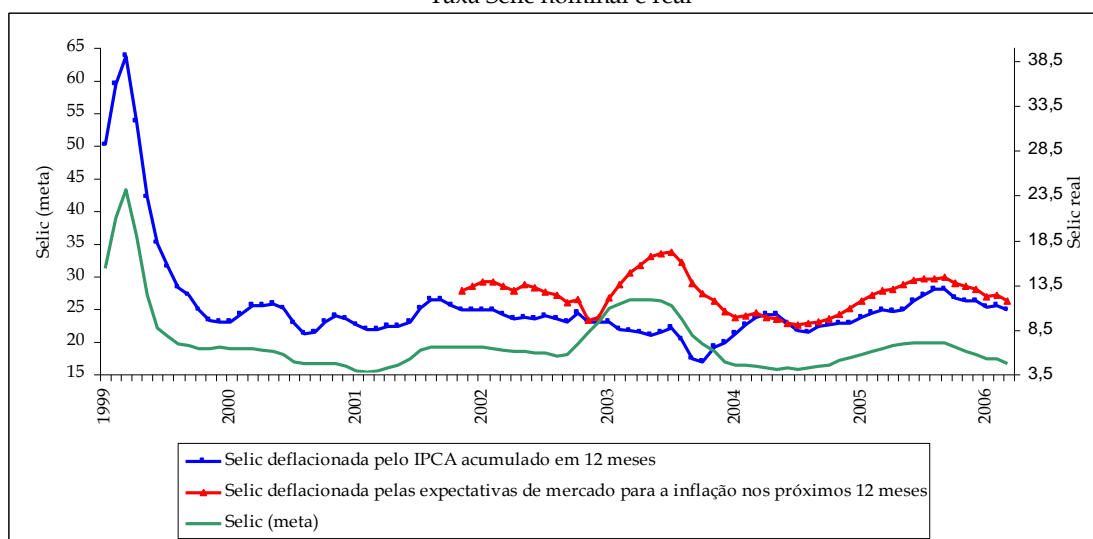
Em decorrência da atual gestão da política monetária, a taxa de juros básica no Brasil voltou, a partir de 2004, a ser a mais elevada do mundo todo, tanto em termos nominais quanto em termos reais e assim tem permanecido até o presente momento. Essa peculiaridade da taxa de juros brasileira tem sérios impactos macroeconômicos no que concerne ao produto, ao investimento, ao emprego e à competitividade internacional do país. A Tabela 3 mostra que novos cortes da taxa Selic deverão ser ou muito intensos ou levar longo tempo até que ela se aproxime, em termos reais, das praticadas pela Turquia, segunda colocada neste *ranking*, em que pese o fato que este país apresenta uma estabilização monetária muito mais recente, uma inflação projetada mais elevada, além de déficit em contas correntes e um maior déficit público. Por sua vez, o Gráfico 9 mostra a evolução no Brasil da taxa Selic nominal e real, calculada tanto através da inflação acumulada nos doze meses anteriores (*ex-post*) quanto pelas expectativas dos agentes para a inflação nos próximos doze meses (*ex-ante*).

Tabela 3
Taxas de juros comparadas nominais e reais *ex-ante* – Em %

País	Juros nominais	Inflação projetada p/a 12 meses	Juros reais
Brasil	17,25	4,3	12,54
Turquia	14,63	7,9	6,24
Índia	6,67	2,6	3,97
México	7,48	3,9	3,45
África do Sul	7,20	4,0	3,08
Inglaterra	4,52	2,9	1,57
Coréia do Sul	4,27	2,28	1,43
Rússia	12,0	10,6	1,27
Chile	4,56	4,1	0,44
China	2,25	1,9	0,29
Estados Unidos	4,56	5,7	-1,09
Zona do Euro	2,62	4,6	-1,89
Venezuela	10,73	13,1	-2,41
Japão	0,03	2,7	-2,6
Argentina	8,5	12,1	-3,66

Fonte: Boletim Trevisan (8 mar. 2006).

Gráfico 9
Taxa Selic nominal e real



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

Após ter evitado, ao longo do ano de 2004 e notadamente no segundo semestre do ano quando iniciou o “processo” de elevação da taxa de juros básica, se referir explicitamente aos choques exógenos como fatores determinantes de elevação dos preços, o Banco Central terminou por reconhecer sua importância no trimestral Relatório de Inflação, divulgado em março de 2005. Nele se lê, notadamente, que: “a influência dos choques do petróleo e dos preços das *commodities* metálicas em 2004 pode ser evidenciada pela exclusão desses grupos da variação dos preços livres no IPCA. Excluídos os dois grupos do cômputo da inflação dos preços livres, esta teria sido de 5,9% no ano, variação significativamente menor que a efetivamente registrada de 6,6%”.

2.2.1.3 O diagnóstico de inflação de demanda

Embora, em setembro de 2004, o Copom tenha ajustado o centro da meta de inflação a ser perseguida em 2005 de 4,5 para 5,1% para levar em conta uma inércia inflacionária maior que prevista, o processo de ajuste da taxa de juros básica iniciado na reunião de setembro de 2004 continuou a ser justificado pelos riscos de uma inflação de demanda e não levou em conta os diversos choques de oferta que continuaram se sucedendo. Assim, este “processo” decorreu, conforme a ata do Copom daquele mês, da deterioração das expectativas de inflação, do hiato decrescente de produto e do risco de transmissão da alta dos preços industriais no atacado sobre os preços no varejo. Aquela ata apontava “o risco em elevação de que a inflação continue se afastando da trajetória das metas, em um ambiente capaz de acomodar recomposições de margem de lucro, inclusive as requeridas por reajustes salariais que tendam a elevar o rendimento real médio entre dissídios.” A visão de uma “tendência inequívoca de fechamento do hiato do produto” fez que o Copom afirmasse, em outubro de 2004, que “embora algum arrefecimento espontâneo (do ritmo de expansão da economia) possa estar a caminho, os dados disponíveis não sugerem que seja intenso o bastante para preservar a compatibilidade entre a trajetória de metas de inflação e a velocidade de preenchimento da capacidade ociosa da economia”.

Foi só na ata de abril de 2005, o Copom deixou de lado a explicação baseada no diagnóstico de inflação de demanda e passou a reconhecer que “a atividade econômica continua em expansão, mas a um ritmo menor e mais condizente com as condições de oferta, de modo a não resultar em pressões significativas sobre a inflação”. Mas, continuou a elevar a taxa básica de juros citando outros motivos como “a persistência de focos localizados de pressão na inflação corrente e a deterioração no cenário externo, com os preços do petróleo em níveis elevados e a possibilidade de permanência de condições voláteis nos mercados internacionais de capitais”. Os números de baixo crescimento do PIB de 2005 foram recebidos com público descrédito pelos integrantes da diretoria do BC porque mostraram até que ponto tal projeção do Copom era irrealista e baseada em sua recusa de reconhecer o impacto da política monetária no produto. Mas, no Relatório de Inflação de março de 2006, o Banco Central voltou a descrever o processo de elevação da taxa de juros de 16% em agosto de 2004 para 19,75% em maio de 2005, como o “bem sucedido esforço de desinflação levado a cabo em 2005, que possibilitará uma convergência mais suave para a trajetória de metas” (p.99). Se a escolha do vocabulário tem algum significado, um processo de desinflação só se impõe quando a economia se encontra superaquecida e incapaz de atender à demanda através do aumento de produção, sem elevar os preços.

O diagnóstico de “inflação de demanda” do Banco Central tem adeptos que creditaram a alta dos preços a fatores macroeconômicos que, ao elevar a demanda agregada da economia, neutralizaram em parte os efeitos dos juros, exigindo a continuidade de sua elevação. Os fatores apontados são o volume de crédito na economia brasileira e os gastos públicos. Esses dois fatores, isoladamente ou de forma combinada, teriam tido efeitos expansionistas na economia, contrariando os objetivos da política monetária. A baixa atividade econômica registrada em 2005, principalmente em função dos juros elevados, tem retirado boa parte do peso desses argumentos ao demonstrar que o temor de um aumento da demanda agregada – ultrapassando a oferta agregada e resultando em preços mais elevados – era infundado. Entretanto, é importante

examinar seu conteúdo porque eles continuam a ser apresentados como responsáveis pelos juros extremamente elevados no Brasil.

2.2.1.3a O volume de crédito

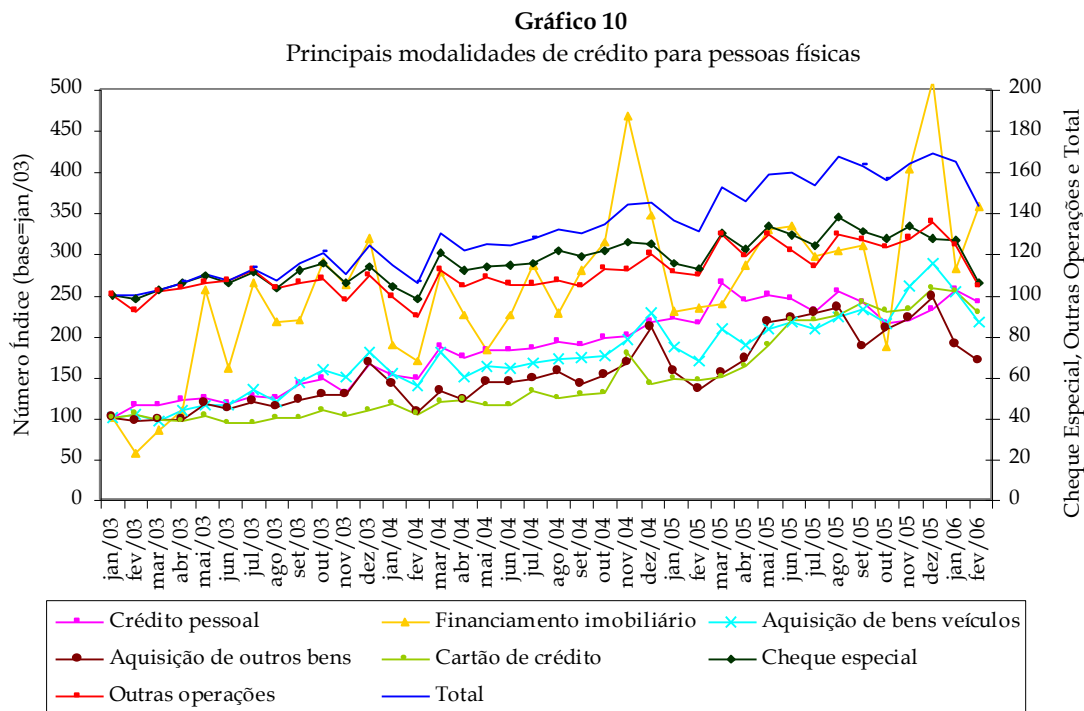
O crédito permite que os agentes antecipem renda futura para realizar gastos de consumo e/ou de investimento no presente. Ele é considerado um dos importantes mecanismos de transmissão da política monetária, através do qual a elevação da taxa básica de juros repercutiria no custo dos empréstimos bancários, reduzindo o volume demandado. A eficácia e a sensibilidade do canal de transmissão da política monetária pela via do crédito estão em boa parte vinculadas à estrutura do sistema financeiro, à participação dos bancos estrangeiros, ao peso relativo de suas fontes de receitas e às relações específicas existentes entre setor bancário e Banco Central. No Brasil, os que defendem o impacto do crédito no aumento da demanda agregada e na inflação atribuem à elevação de seu volume, a partir de meados de 2003, a responsabilidade pela baixa eficácia da política monetária. Essas análises não têm recebido o aval da autoridade monetária que tem afirmado que uma elevação do volume de crédito reforçará, no médio prazo, os canais de transmissão da política monetária. Apesar disto, o Banco Central tem deixado de tomar medidas de sua alçada para incentivar esse aumento, como a redução do nível do compulsório dos bancos.

Após a adoção do câmbio flutuante, o crédito no Brasil tinha sofrido forte retração. Novas modalidades de crédito instauradas pelo governo Lula, uma maior estabilidade das expectativas e a valorização da taxa de câmbio permitiram que seu volume se recuperasse. O novo governo tomou medidas na área de crédito que contribuíram para esta retomada. Entre essas medidas, o crédito consignado com desconto em folha de pagamento alcançou um volume expressivo por suas vantagens tanto para os bancos, que têm garantias suplementares contra a inadimplência e se lançaram a uma intensa competição nesse segmento, quanto para os tomadores, que se beneficiaram de taxas de juros mais baixas.

A recuperação do volume de crédito no período foi, sobretudo, resultante da trajetória expansionista dos empréstimos para as pessoas físicas. Nessas carteiras, os bancos cobram taxas de juros muito superiores às dos empréstimos destinados às pessoas jurídicas. O Gráfico 10 mostra a evolução das distintas linhas de crédito para as pessoas físicas. Nele se constata forte aumento do crédito pessoal, rubrica que inclui o crédito consignado. Como as taxas de juros dessa modalidade são bastante inferiores às cobradas por outros tipos de crédito, ele tem sido utilizado para resgatar dívidas anteriores com juros mais elevados. Acordos entre os lojistas e administradores de cartão de crédito permitiram a implantação do parcelamento sem juros³⁵ levaram ao aumento desta modalidade de crédito. Houve, também, forte crescimento do financiamento para aquisição de bens veículos e para aquisição de outros bens (na maior parte dos casos, trata-se de eletrodomésticos e eletroeletrônicos). Tanto o setor automotivo quanto o de produção de eletrodomésticos e eletroeletrônicos dispõem de uma ampla capacidade produtiva instalada que lhes permite atender aumentos de demanda interna e continuar exportando seus produtos, sem necessidade de aumentos de preços, sobretudo em período de apreciação cambial. Assim, a

³⁵ Essas operações representariam hoje 50% das transações com cartões de crédito. Cf entrevista de Hélio Lima, vice-presidente executivo do Itaú (*Estado de São Paulo*, 30 abr. 2006, p. B2).

abertura das linhas de crédito tende a mostrar que embora o aumento de crédito para as pessoas físicas tenha elevado seu consumo, ele não parece ser de molde a provocar uma inflação de demanda.



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

2.2.1.3b Demanda agregada e o argumento dos gastos fiscais

É cada vez mais freqüente a justificativa da necessidade de uma política monetária restritiva que produz a maior taxa básica de juros do mundo, em termos nominais e reais, como sendo decorrente de uma política fiscal expansionista que contribui para uma taxa de inflação elevada. Entre os que aderem a esta tese estão principalmente os críticos da política governamental situados na atual oposição política. Eles afirmam que o aumento nos gastos correntes acarreta maior demanda agregada. O processo de aumentos dos juros teria sido conseqüência da “gastança” que amplia a demanda e o risco de aumento da inflação. Mas, eles raramente explicitam que existem duas formas de apresentar a situação das contas públicas. Numa, que não inclui o pagamento dos juros aos detentores de títulos públicos, o governo brasileiro arrecada mais do que gasta, e realiza **superávits primários** elevados. Na outra, que inclui esses juros, revela-se que o superávit primário, por maior que tenha sido, foi insuficiente para eliminar o **déficit nominal**. É exatamente nesse último indicador que se baseia a tese do caráter expansionista da política fiscal.

Antônio Carlos Macedo³⁶ aponta as seguintes características do arranjo fiscal brasileiro: uma elevada regressividade da tributação que retira renda, por impostos indiretos e diretos daqueles

³⁶ Macedo e Silva, A. C. O debate sobre o arranjo fiscal brasileiro – Um pouco de aritmética keynesiana. *Política Econômica em Foco*, Campinas, n. 4, abr. 2005. (Suplemento 7).

que têm maior propensão a gastar, vale dizer, a consumir e transforma parte da renda em riqueza dos detentores de títulos públicos, que têm menor propensão aos gastos. Assim, este arranjo fiscal constitui um mecanismo de contração da renda e da demanda agregada além de instrumento de sua concentração. Esse perfil se agravou até o final de 2005, em decorrência da política monetária restritiva do Banco Central e a resposta do Ministério da Fazenda de ampliar o superávit primário. A Tabela 1 da SEÇÃO VI mostra que a média anual da relação juros nominais/PIB passou de 7,2125%, no período 1999 a 2002, em pleno ciclo de aversão aos riscos, para 8,24% de 2003 a 2005, no contexto de bonança internacional e queda do risco país. Isto significa que os resultados do esforço de aumento do superávit primário de 3,75% do PIB no governo FHC para 4,25% no governo Lula ainda assim foram insuficientes para absorver o aumento dos juros, acentuando a contradição entre políticas macroeconômicas.

Conclusão - Política monetária e desajuste das variáveis macroeconômicas

A observação do impacto dos ciclos internacionais de liquidez na taxa de câmbio do real e, por seu intermédio, nas taxas de inflação do Brasil mostra até que ponto a taxa de câmbio tornou-se a variável crucial da economia brasileira. Esta variável, no regime de câmbio flutuante, passou a ser determinada pelos mercados financeiros e pela correlação de forças existentes entre esses e a autoridade monetária. Dependendo da fase desses ciclos, a atuação do Banco Central produziu efeitos diretos na taxa de câmbio (períodos de baixa aversão aos riscos) ou se revelou totalmente inócua (períodos de *sudden stops* dos fluxos internacionais).

Nos últimos anos, o Brasil reduziu de alguns graus a vulnerabilidade externa proveniente de sua balança de pagamentos, mas um novo flanco de vulnerabilidade pode estar surgindo da combinação entre o elevado grau de abertura de seus mercados de ativos e derivativos financeiros e o grande volume de apostas dos investidores estrangeiros. Tal combinação potencializa os riscos que a reversão do ciclo e dessas posições acarrete forte volatilidade financeira e instabilidade macroeconômica. Uma reversão do ciclo de liquidez internacional poderá ter seus efeitos sobre a taxa de câmbio do real potencializados e agravados pelo enorme volume dessas operações especulativas. Resulta que as políticas monetária e cambial do país perderam mais alguns raros e preciosos graus de liberdade. O temor de tal reversão pode constituir entraves suplementares à atuação do Banco Central e o coloca, efetivamente, na delicada posição de calibrar a taxa básica de juros para evitar uma desvalorização do real com reflexos na taxa de inflação.

O cenário externo extremamente favorável constatado a partir de 2003 trouxe à tona uma importante discussão sobre a gestão da política monetária de metas de inflação no governo Lula. O Banco Central afirma todas suas premissas e rigidez, apresentando-a como fruto do consenso sobre a importância do controle da inflação, com pouco ou nenhum impacto nas variáveis reais. Os participantes dos mercados financeiros tendem a apoiar esta visão que, ademais, lhes proporciona polpidos lucros. Entretanto, apontam com frequência a hipótese do BC ter “errado a mão” na política monetária em 2004 e 2005, elevando os juros mais do que o necessário. Mas muitos, inclusive os representantes do setor produtivo e sindical além de economistas de diversos matizes, a consideram como responsável pela excessiva apreciação do real e pelo baixo crescimento econômico brasileiro, que, como mostrado na SEÇÃO III, tem destoado do registrado no conjunto de

economias emergentes, num período em que se fizeram sentir os efeitos de um choque externo virtuoso, tanto do ponto de vista do comércio internacional quanto dos fluxos de capitais para as economias emergentes.

A partir deste debate, impôs-se a admissão geral que a taxa de juros básica da economia brasileira constitui uma anomalia internacional, tanto em níveis reais quanto nominais. Mas, isto está longe de querer significar um consenso sobre seus rumos futuros. Os participantes dos mercados financeiros e diversos analistas consideram que esta anomalia é sintoma de outros desequilíbrios, principalmente na área fiscal, e não sua causa. Concluem que serão necessárias novas e ambiciosas “reformas estruturais” para que os juros básicos brasileiros deixem de ser incontestemente recordista mundial, enquanto outros os apontam como causa primeira da persistência do déficit público nominal e, de forma mais geral, do baixo crescimento econômico do Brasil.

As distorções criadas pela política monetária da atual gestão do Banco Central tornaram-se mais evidentes ao coincidir com a acentuada queda do risco-país resultante da melhoria das contas externas e do ambiente internacional favorável. Esta combinação produziu a forte apreciação da taxa de câmbio do real. Mas, é difícil imaginar que tais distorções tenham sido inadvertidas. Pelo contrário, ficou muito claro que o Banco Central buscou ativamente a valorização da taxa de câmbio como instrumento antiinflacionário. Mas, a utilização da valorização cambial para combater a inflação tem altos custos, além de seu potencial impacto na balança comercial e nas decisões de investimentos.

Num regime de câmbio flutuante, a utilização de uma taxa de câmbio valorizada em função de uma elevadíssima taxa de juros real recria a mesma armadilha presente no regime de bandas de flutuação cambial, até janeiro de 1999. Uma redução mais acentuada dos juros básicos fica mais difícil pelo temor que uma brusca desvalorização cambial volte a pressionar os preços. Ao mesmo tempo, é difícil acreditar que a atual taxa de câmbio seja sustentável por muito tempo. Mudanças na conjuntura internacional ou no apetite pelo risco dos investidores estrangeiros podem levar a nova rodada de depreciação cambial e de aumentos da inflação e da taxa básica de juros.

SEÇÃO VI Política fiscal: mudanças e perspectivas

*Francisco Luiz C. Lopreato*¹

Introdução

A análise da política fiscal recente precisa levar em conta as mudanças ocorridas no cenário econômico brasileiro a partir dos anos 1990. A crise do projeto nacional-desenvolvimentista na década de 1980 colocou em xeque o regime de política macroeconômica anterior e deixou enorme vácuo. Os responsáveis pela política econômica sabiam bem o que não queriam, mas não havia consenso sobre os passos a serem seguidos diante da aceleração inflacionária e do fracasso das tentativas heterodoxas de estabilização.

O desencontro na definição da política macroeconômica foi reforçado, de um lado, pela incapacidade do paradigma teórico dominante de explicar o processo de estagflação dos anos 1970, dando início ao surgimento de visões alternativas e de questionamentos das políticas discricionárias típicas do passado. E, de outro, pela mudança do cenário econômica mundial, decorrente da maior integração mundial, da ampliação do movimento de capitais e da incorporação dos países emergentes ao circuito de valorização do capital internacional nos anos 1990.

As novidades anunciavam alterações na gestão da política econômica e na ordem institucional então vigentes, procurando atender às condições definidas após a mudança da forma de integração do país na economia mundial. A lógica dominante nessa fase do capitalismo, calcada na valorização dos *estoques* de riqueza financeira, colocou fim ao isolamento das políticas domésticas e cobrou dos gestores da política macroeconômica estabilidade e o comprometimento com as medidas previamente anunciadas, bem como a defesa dos interesses dos investidores no retorno das aplicações financeiras.

Coube à política econômica a tarefa de criar as condições de implementação do novo modelo de desenvolvimento baseado na integração financeira e comercial com a economia mundial. Isto pressupunha outro padrão de intervenção do Estado e a construção de um regime de política econômica capaz de dar aos investidores a possibilidade de traçarem cenários e avaliarem os riscos na escolha da composição dos seus portfólios. A prática anterior de ações discricionárias passou a ser questionada e cresceu a cobrança por políticas previsíveis e contínuas temporalmente. As mudanças institucionais, direcionadas à redução do poder de intervenção estatal e à definição de regras fiscais e monetárias, ganharam espaço e abriram o caminho à implementação da estratégia de ampliar a integração da economia brasileira ao movimento da economia globalizada.

¹ Esta seção contou com a colaboração dos bolsistas do PIBIC-CNPQ Thiago de Moraes Moreira e Flávio Arantes dos Santos

A política fiscal, nessa perspectiva, incorporou o papel de fiadora do espaço de valorização do capital e de responsável por afastar o risco de *default* da dívida pública. O clamor favorável à consolidação fiscal virou lugar comum e mostrou-se parte inescapável da busca por credibilidade da política econômica. A mudança colocou em segundo plano o resultado fiscal tradicional (Necessidade de Financiamento do Setor Público – NFSP) e alçou ao lugar de principal indicador a visão de sustentabilidade da dívida. A relação dívida/PIB tornou-se a base das expectativas sobre o comportamento futuro da situação fiscal e a queda desse indicador aclamada como condição prévia da redução dos juros e da retomada do crescimento. Na fase das finanças globalizadas não era suficiente se ater a idéia de redução dos déficits públicos, mas ir à frente, pensando no tempo de valorização da riqueza financeira; o que exigia estar atento ao movimento intertemporal das contas públicas, pois, as alterações aí existentes influenciam as expectativas de ganho e as decisões de alocação das aplicações financeiras. A evolução da relação dívida/PIB, por sinalizar, com antecedência, o comportamento fiscal e as condições de financiamento público, transformou-se no parâmetro usado na definição da programação financeira e das ações na área fiscal.

Tal estratégia de orientação da política fiscal ganhou corpo no Brasil e, ao lado da preocupação com o fechamento das possíveis brechas de expansão monetária, passou a fazer parte da concepção do Plano Real. Mas, não se completou de imediato. As condições favoráveis na implementação do processo de estabilização permitiram uma atuação gradualista, caracterizando o que pode ser visto como um período de transição. Este momento foi superado a partir da crise cambial de 1999. A assinatura do acordo com o FMI, diante da fragilidade do balanço de pagamentos e das contas públicas, deu impulso à lógica de condução da política fiscal esboçada no momento anterior. A obrigação de garantir a sustentabilidade da dívida, independentemente dos valores de juros e de câmbio, norteou as ações da política fiscal e se impôs como um dos fundamentos de consolidação da nova estratégia de desenvolvimento.

Os passos do segundo mandato de Fernando Henrique Cardoso, controlados pelo FMI, foram coerentes com a proposta adotada e garantiram a implantação do novo regime fiscal. Entretanto, as alterações na área fiscal consagraram o que tinham o propósito de combater, isto é, a instabilidade das contas públicas, sempre sujeita às variações do câmbio e dos juros, definidas, em grande medida, pelas condições de integração da economia brasileira à globalização. O governo Lula pouco alterou o quadro já existente. A decisão de aceitar como estratégia de desenvolvimento o modelo de integração da economia brasileira à economia globalizada comandado pelo mercado condicionou o raio de ação da política fiscal e determinou a continuidade como seu traço mais marcante e, apesar de tênues avanços, não conseguiu superar o balanço instável das contas públicas.

O objetivo do texto é apresentar a estratégia da política fiscal implementada a partir do Plano Real, destacando que aí tem início a construção de um novo regime fiscal, cujo propósito central é moldar a atuação da política fiscal às condições determinadas pelas mudanças na forma de integração da economia brasileira com a economia globalizada. As alterações na trajetória de desenvolvimento da economia brasileira encaminhadas com o Plano Real condicionaram as ações na área fiscal e delimitaram o seu campo de sua atuação. A idéia é investigar as linhas gerais de definição do novo regime fiscal e os sinais de continuidade e de ruptura que marcaram os

momentos recentes de sua evolução, procurando mostrar que, apesar do sucesso na implementação do projeto fiscal, o objetivo inicial de consolidação das contas públicas não foi atingido.

1 O Plano Real: os determinantes da política fiscal

O ponto central da análise a ser desenvolvida é a proposição de que o Plano Real marcou o momento de inflexão do modo de pensar a política fiscal brasileira. A afirmação é certamente polêmica. Não se trata aqui de simplesmente comparar os dados fiscais básicos entre a fase anterior e posterior ao plano de estabilização, mas o de chamar a atenção para a mudança na forma de, teoricamente, encarar a política fiscal e o papel que dela se espera na estratégia de desenvolvimento. A mudança de lógica da política fiscal mostrou-se presentes desde o início do plano de estabilização, mas a alteração do regime fiscal não se completou nos primeiros anos, ficando de lado a definição prévia de metas de superávits primários e o comprometimento explícito com a trajetória de sustentabilidade da dívida pública.

O momento marcou o início de uma fase de transição, na qual estavam presentes os sinais do que deveria ser o futuro sem que a atuação característica da fase anterior fosse totalmente abandonada. A proposta não se resumiu a cortar déficits e fechar os possíveis canais de descontrole monetário, na tentativa de controlar inflação; mas defendeu a adoção de uma política fiscal consistente com o movimento de globalização financeira. As bases do que poderia ser chamado de um novo regime fiscal foram delineadas, sem que, no entanto, se consolidassem de imediato. O processo só irá ganhar forma acabada quando a tentativa dos primeiros anos do governo FHC de alterar a lógica sem aprofundar a restrição fiscal foi colocada em xeque pelo comprometimento das condições de financiamento externo decorrente das crises da Ásia e da Rússia. A partir daí, a alternativa foi, mantida a visão inicial de alterar o regime fiscal, avançar a proposição de metas de superávits primários consistentes com as condições de sustentabilidade da dívida pública e definir o perfil mais acabado do novo regime fiscal.

A partir dessa perspectiva de análise, o ponto inicial é investigar os fatores determinantes da alteração do regime fiscal nos primeiros momentos do governo FHC. O elemento principal no delineamento das linhas gerais da política fiscal é o caráter da estratégia de desenvolvimento pensada no programa de estabilização. A proposta de ampliar o processo de integração da economia brasileira ao mercado financeiro internacional preocupou-se em acelerar a liberalização financeira e a abertura comercial. O objetivo foi atrair empresas e elevar o montante dos investimentos, a concorrência e a produtividade, considerados elementos básicos na promoção do crescimento, bem como as instituições financeiras e os fluxos de capitais exigidos no financiamento do balanço de pagamentos e no oferecimento do crédito interno nessa nova etapa de desenvolvimento.

O modelo de integração com a economia mundial comandado pelo mercado e a possibilidade de inclusão do Brasil como espaço alternativo de valorização do capital financeiro internacional mudaram a perspectiva de atuação da política fiscal. Ela foi alçada ao posto de guardiã das expectativas de rentabilidade dos capitais externos e a dívida pública passou a fazer parte do rol de ativos oferecidos no esforço de atrair o interesse do capital externo.

A principal tarefa da política fiscal nesse modelo foi incutir confiança nos investidores estrangeiros de que as expectativas de rentabilidade se cumpririam e de que era baixo o risco de apostar no mercado brasileiro. Isto exigia condições favoráveis de sustentabilidade da dívida e de comprometimento das autoridades econômicas com a evolução das contas públicas. Os problemas oriundos da crise fiscal dos anos 1980 teriam de ser enfrentados. Não poderiam permanecer como fator negativo na avaliação dos investidores e comprometer a trajetória da estratégia de desenvolvimento.

A visão liberal de integração com a economia mundial, mesmo servindo de pano de fundo na orientação da política fiscal, certamente, não é o determinante único que dita o caminho seguido. As especificidades da situação econômica e política brasileira demarcaram os alvos e, ao mesmo tempo, delimitaram o campo possível das ações. As alterações propostas precisavam vencer ou se compor com as resistências interpostas pelo pacto de poder e pelos interesses já consolidados, peças basilares do jogo político que está por trás de todas as alterações envolvendo as finanças públicas. Assim, no plano interno mais específico, o programa de estabilização determinou os passos na revisão do regime fiscal. A queda da inflação e as altas taxas de juros praticadas colocaram a nu as dificuldades fiscais dos governos subnacionais e tornaram inadiável o enfrentamento de questões que se arrastavam desde longa data. Por outro lado, a fragilidade financeira dos estados e dos principais municípios brasileiros e os ganhos oriundos do sucesso do plano de estabilização trouxeram mudanças na correlação do poder político entre as esferas de governo e ampliaram os espaços de atuação do governo central, que pôde avançar o seu projeto enfrentando menos resistências do que se poderia supor considerando a situação de anos anteriores.²

O novo quadro político e econômico levou ao desenho de alterações institucionais ajustadas ao projeto de integração na economia mundial e ao desafio herdado do momento anterior de restringir a autonomia dos governos estaduais na definição dos limites de endividamento e de gastos. É importante destacar que, embora seja possível encontrar elementos de continuidade em relação ao processo de reformas institucionais na área fiscal desencadeadas desde o fim da contagem do Banco do Brasil em 1985 e da criação da STN no ano seguinte, não se pode pensar este momento como mero desdobramento da fase anterior. A avaliação como simples continuidade do momento anterior esconde o que há de específico e de ruptura nesta fase, ou seja, a construção da base institucional coerente com a estratégia de desenvolvimento articulada com a economia globalizada e com o papel que nela se atribui à política fiscal.³

A ampliação da reforma do padrão de intervenção do Estado na economia definiu o ponto de partida. O movimento de privatização das empresas públicas e de reformulação do setor público alterou o campo de atuação da política fiscal e eliminou boa parte da atribuição que tinha na fase do nacional-desenvolvimento de impulsionar a demanda agregada e suprir a oferta de bens ou serviço em diferentes áreas. Por outro lado, o fim das articulações das empresas federais com os interesses e as empresas estaduais, um dos pilares do pacto federativo montado nos anos 1960,

² Cf. Lopreato, F. L.L. *O colapso das finanças estaduais e a crise da federação*. São Paulo: Editora Unesp, 2002.

³ Ver Tavares, M. Vinte anos de política fiscal no Brasil: dos fundamentos do novo regime à Lei de Responsabilidade Fiscal. *Revista de Economia & Relações Internacionais*, v. 4, n. 7, jul. 2005.

redefiniu a política de gasto e limitou o poder de intervenção federal na formulação de uma proposta de desenvolvimento regional.

Além disso, a renegociação das dívidas estaduais⁴ desestruturou parte importante dos elementos usados pelos estados e parte dos municípios no esforço de sustentarem uma política de gastos públicos. O processo eliminou o arranjo fiscal desenhado desde as Reformas de 1964 em que os estados usavam, de um lado, a articulação entre os tesouros, empresas e bancos estaduais e, de outro, as relações com as empresas e bancos federais, ao lado dos repasses do governo central, como instrumentos de alavancagem de recursos financeiros e de ampliação do poder de atuação dos órgãos públicos.

A renegociação das dívidas restringiu o acesso dos estados e municípios a novos créditos e os obrigou a gerar os superávits primários e operacionais usados no pagamento dos juros e de parte da dívida, conforme a regra estabelecida nos acordos de manter a trajetória decrescente na relação dívida/PIB. Essa proposta cortou o acesso a recursos novos e comprometeu parte dos orçamentos com o pagamento dos encargos financeiros, alterando a prática de anos anteriores de manutenção da política de gastos. Afora isto, definiu outro caminho de controle do endividamento, mais rigoroso do que aquele prescrito pelas normas do Senado Federal, reforçando a capacidade de supervisão da STN e criando a possibilidade de retenção das transferências federais em caso de inadimplência no pagamento das obrigações financeiras.

O processo de renegociação da dívida, no entanto, não se limitou a promover o ajuste da relação entre fluxo e estoque das dívidas com a capacidade de pagamento estadual. O outro eixo do programa vinculou ajuste fiscal e reforma patrimonial, assumindo o caráter de indutor de transformação do papel do *Estado* e das formas de articulação inter e intragovernamentais, através da privatização das empresas e dos bancos estaduais. Essas alterações na estrutura do setor público, aliada ao corte dos repasses fiscais e do crédito das agências oficiais federais, restringiram as formas de cooperação entre as esferas de governo e retiraram dos governadores o domínio de fontes potenciais de financiamento e de gastos, isto é, eliminou os possíveis focos de expansão e de descontrole das contas públicas e deixou os estados presos à potencialidade do orçamento fiscal.⁵

O avanço das privatizações e a definição do programa de ajuste das finanças públicas estaduais representaram alterações importantes e deram maior poder ao governo federal de controlar as contas públicas e de fechar as brechas usadas por estados e municípios na ampliação dos gastos, sinalizando ao investidor estrangeiro que as reformas cobradas na área fiscal estavam em andamento. A avaliação positiva do mercado sobre o comportamento futuro da situação fiscal pode se valer ainda de outros elementos. A boa performance do PIB brasileiro e a redução da taxa de juros após a crise mexicana de 1995, ao lado do encaminhamento das propostas de reforma tributária e da previdência social, apontavam no sentido de queda do risco-país e de expectativas favoráveis no médio prazo, reforçando a confiança na solvência da dívida pública.

Além disso, a alta liquidez do mercado internacional e a oferta de um rol de ativos de rentabilidade elevada e de prêmios de risco em suas taxas de retorno compatíveis com a

4 Cf. Lei n. 9.496 de 1997.

5 Cf. Lopreato, F.L.L. O endividamento dos governos estaduais nos anos 90. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 15, dez. 2000 e Silva, M. M. *Federalismo e dívida estadual no Brasil*. Rio de Janeiro: IPEA, 2002. (Texto para Discussão, n. 866).

expectativa de remuneração do capital privado, não deixavam dúvidas quanto ao financiamento do crescente déficit em transações correntes.

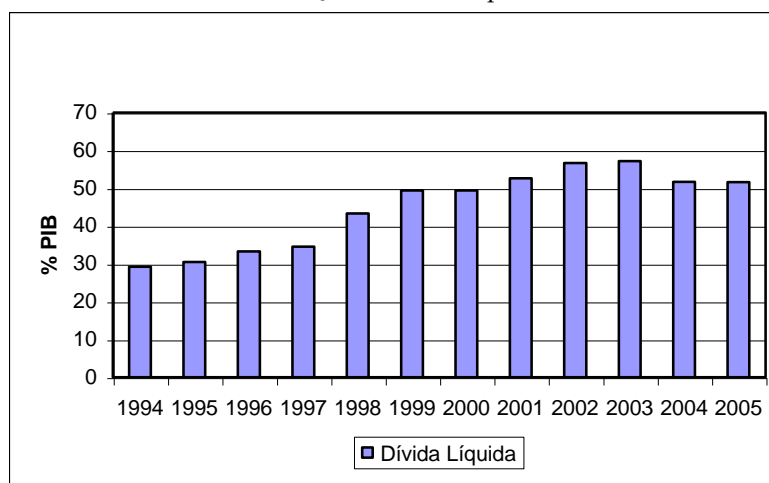
A conjugação de fatores positivos abriu espaço ao relaxamento da contração fiscal observada em 1994 sem colocar em xeque a sustentabilidade intertemporal das contas públicas e a manutenção do preço (câmbio) usado como âncora do programa de estabilização.⁶ O declínio do superávit primário (Tabela 1) e o aumento já observado na relação dívida/PIB (Gráfico 1) não se apresentaram, de imediato, como problemas e não foram suficientes para reverter a expectativa de ganho dos investidores internacionais, diante do baixo valor da dívida pública herdada do Governo Collor e das boas condições econômicas de 1995 e 1996.

Tabela 1
Necessidade de Financiamento do Setor Público
1994- 2005 (% do PIB)

Discriminação	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Nominal	26,97	7,27	5,86	6,07	7,47	5,82
Juros nominais	32,18	7,54	5,77	5,1	7,49	9,05
Primário	-5,21	-0,27	0,09	0,97	-0,02	-3,23
	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Nominal	3,61	3,57	4,58	5,08	2,67	3,29
Juros nominais	7,08	7,20	8,47	9,33	7,26	8,13
Primário	-3,46	-3,64	-3,89	-4,25	4,59	-4,84

Fonte: Bacen – Nota para a Imprensa sobre Política Fiscal.

Gráfico 1
Evolução da dívida líquida



Fonte: Bacen.

A situação alterou-se a partir da crise da Ásia. A estratégia da política econômica seguida até aquele momento entrou em crise, com a reversão do ciclo de liquidez internacional e a

⁶ Ver Guardia, E. R. As razões do ajuste fiscal. In: Giambiagi, F.; Reis, F.; Urani, R. *Reformas no Brasil: balanço e agenda*. Rio de Janeiro: Editora Nova Fronteira, 2004; Goldfajn, I.; Guardia, E. R. Regras fiscais e sustentabilidade da dívida no Brasil. *Notas Técnicas do Banco Central do Brasil*, n. 39, 2003.

dificuldade de manter o financiamento do balanço de pagamentos. O súbito aumento da Selic provocou a explosão dos gastos financeiros e o crescimento da dívida pública de 33,3% em 1997 para 43,3% do PIB em 1998. O peso dos juros, a medíocre performance do PIB e a inexistência de superávits primários indicavam que a situação fiscal não era sustentável. O ritmo de expansão da dívida pública colocou em dúvida o seu papel como espaço de valorização da riqueza financeira e âncora das expectativas de mercado, elevando a aversão ao risco dos agentes privados.

A visão negativa sobre a situação fiscal e o crescimento das necessidades de financiamento externo mexeram com a avaliação do mercado e ampliaram a aversão ao risco nesta fase de reversão do ciclo de liquidez, colocando em xeque a sustentação da âncora cambial. O regime de política econômica deixou de ser viável e as mudanças tornaram-se inevitáveis.

2 A consagração do novo regime fiscal

A crise cambial de 1999 provocou o colapso do arranjo macroeconômico adotado desde a implantação do Plano Real; mas, é importante frisar, não alterou a proposta básica de integração com a economia mundial. Tratava-se de alterar o regime de política econômica e adaptá-lo às condições exigidas pelo momento de crise, reafirmando o caminho já trilhado e recuperando a confiança arranhada com o colapso cambial. A mudança do regime cambial mexeu nas relações com o lado fiscal e no modo de controlar a inflação. O Banco Central adotou a política monetária baseada no regime de metas de inflação, com a taxa de juros tornando-se o elemento mais importante à disposição das autoridades monetárias no combate às pressões inflacionárias. Por outro lado, a política fiscal teria de cumprir uma tarefa dupla: contribuir no esforço de conter a expansão da demanda agregada dentro dos parâmetros de produto potencial definidos no Banco Central e manter o compromisso com a evolução da dívida pública, evitando que alterações na expectativa dos agentes em relação à situação fiscal pudesse provocar turbulências no mercado de câmbio e gerar surtos inflacionários decorrentes do mecanismo de transmissão das desvalorizações cambiais aos preços.

A proposta de enrijecimento da política fiscal teve como objetivo imediato resgatar as contas públicas da difícil situação criada com a alta das taxas de juros após as crises da Ásia e da Rússia e anunciar ao mercado o comprometimento com a trajetória da dívida pública. O tratamento gradualista, apoiado nas expectativas favoráveis de crescimento da economia e do sucesso das propostas iniciais de alteração do regime fiscal, foi abandonado e se passou a adotar medidas mais duras, dando fim à fase de transição característica do primeiro governo FHC. A decisão de aprofundar o ajuste e manter a lógica de implantação do regime fiscal levou à definição de superávits primários próximos a 3,5% do PIB a partir de 1999 (Tabela 1). Isto é, o novo momento não marcou a ruptura da *lógica* de concepção da política fiscal definida anteriormente, mas uma descontinuidade – e é nesse ponto que reside a sua especificidade – quanto ao aprofundamento do esforço fiscal e às mudanças institucionais exigidas para que fosse possível atingir as metas programadas.

A proposta apresentada não se limitou ao ajuste simples dos fluxos das receitas e despesas do governo central em busca de superávits primários e da desmontagem das expectativas de colapso das contas públicas. A estratégia revelou-se mais ampla: representou o avanço do processo

delineado no primeiro mandato de circunscrever o trato das finanças públicas ao arcabouço teórico alicerçado em três pilares básicos: a idéia de sustentabilidade da dívida, a criação de regras fiscais capazes de dar previsibilidade à evolução das contas públicas e a defesa da credibilidade das autoridades fiscais.

A estratégia ganhou consistência e maior rigidez. As linhas gerais foram definidas no Programa de Estabilidade Fiscal, apresentado no final de 1998, no bojo das negociações acertadas com o FMI. A mudança de postura ocorrida nas negociações com o órgão no final dos anos 1990 merece destaque. O FMI abandonou a posição, sustentada até a década anterior, de definir apenas as metas fiscais nos programas de assistência financeira acertados com os países e passou a interferir nos *caminhos* do ajuste fiscal. A assinatura dos acordos ficou na dependência da aceitação das condicionalidades específicas (*micro-condicionality*) envolvendo a introdução de normas na definição da política tributária e orçamentária. Tal postura reforçou a atuação do órgão no redesenho da política fiscal e na defesa da adoção de regras fiscais, o que, na visão da instituição, inibiria a ação discricionária das autoridades econômicas e favoreceria o ajuste intertemporal das contas públicas independentemente do governo no poder.⁷

A introdução de regras fiscais e a definição de normas rígidas na condução das contas públicas alteraram características importantes do modelo anterior e consagraram o novo regime fiscal. A alteração de maior visibilidade foi a determinação legal obrigando o governo a definir, na Lei de Diretrizes Orçamentária (LDO), a meta de superávit primário do ano seguinte e uma referência para os próximos dois anos, ou seja, tornou-se explícito o objetivo central da política fiscal e o comprometimento com determinada trajetória da dívida pública.

A fixação prévia do valor do superávit primário esperado provocou mudanças na elaboração e nos procedimentos da execução orçamentária. A possibilidade de que a estimativa de receita não se concretize faz com que ocorra o contingenciamento dos gastos fixados na lei orçamentária anual e a liberação dos recursos só se dê quando há segurança de que a meta de resultado primário será alcançada.⁸ O superávit primário ganhou, assim, um caráter compulsório e, principalmente, as despesas discricionárias que compõem o orçamento de custeio e capital (OCC) passaram a atuar como um *resíduo*, isto é, devem se ajustar sempre que as condições de receita não se concretizem ou o valor do superávit primário ficar abaixo do fixado originalmente. Assim, o montante total das despesas depende da performance da arrecadação e do comportamento de outras variáveis que influenciam as contas públicas, como juros e câmbio. As mudanças não esperadas em seus valores podem afetar a trajetória da dívida pública e levar à decisão de ampliar o superávit primário, adotando, com esse objetivo, controle mais rígido das despesas discricionárias.

O compromisso com o superávit primário refletiu a preocupação de atender as expectativas de mercado de solvência da dívida e de manter a lógica atribuída à política fiscal de âncora do regime macroeconômico. O modelo de integração com o mercado internacional parte da premissa de que os investidores têm que estar convencidos de que não há riscos nas aplicações realizadas em

7 Cf. Lopreato, F. L. Novos tempos: política fiscal e condicionalidades pós 80. *Revista de Economia Contemporânea*, Rio de Janeiro, v. 8, n. 1, jan./jun. 2004.

8 Os textos citados de Guardia, (2004); Goldfajn & Guardia (2003) e de Tavares (2005) apresentam esse ponto.

moeda nacional e acreditarem na disposição das autoridades econômicas em elevar o superávit primário sempre que a trajetória da relação dívida/PIB, o principal indicador da área fiscal, se coloque como ameaça aos seus interesses.

Além disso, está implícito no regime fiscal adotado o cuidado em evitar o que é, teoricamente, denominado de dominância fiscal. A preocupação dos que aceitam essa visão é assegurar a independência do Banco Central na formulação da política monetária, de modo que a ação firme da autoridade monetária leve à adoção de uma política fiscal consistente com os objetivos de controle do processo inflacionário. A atuação da política fiscal tem de compensar os avanços da taxa de juros e os efeitos do câmbio sobre as contas públicas, evitando, assim, que os agentes, acreditando em expansão monetária futura, decidam elevar os preços, comprometendo o esforço do programa de estabilização. Nesta perspectiva, a gestão da política fiscal tem o papel de *acomodar* a política monetária e de evitar o aumento dos preços, que está associado não apenas à rigidez da política monetária, mas ao poder da política fiscal de sustentar a solvência da dívida.⁹

Outro ponto importante no desenho do novo regime fiscal foi a definição das regras fiscais no trato das finanças dos governos subnacionais. A aprovação da Lei de Responsável Fiscal (LRF) em 2001 consolidou o processo de renegociação da dívida e o controle das contas de estados e municípios. A privatização de empresas e bancos estaduais desmontou a lógica de financiamento anterior, responsável pela alavancagem dos gastos públicos subnacionais, e restringiu ao âmbito dos orçamentos fiscais a potencialidade de expansão das despesas. A LRF, por outro lado, teve a preocupação de definir regras de comportamento orçamentário limitando o montante dos déficits públicos e a expansão do endividamento. A condução das finanças públicas é obrigada a obedecer a limites legais do montante da dívida consolidada; as normas de contratação de operações de crédito; os limites e o controle de despesas e critérios de eliminação do excesso de endividamento. A legislação fixou regras de *conduta permanente*, visando forçar o ajuste fiscal e o enquadramento da dívida estadual no teto definido nas Resoluções do Senado Federal dentro dos prazos exigidos para a eliminação do excesso de endividamento. Além disso, criou regras de *uso temporário* que devem vigorar no caso dos Estados não respeitarem os limites de gastos e de endividamento. O propósito foi obrigar as administrações dos governos subnacionais a retornarem, em curto espaço de tempo, ao nível de gastos e de endividamento definidos na legislação, impedindo os eventuais excessos e o descontrole das finanças públicas.

A LRF alterou a lógica de conduta orçamentária de estado e municípios. As mudanças, ao lado dos elevados compromissos com o pagamento dos encargos financeiros, restringiram o montante das despesas aos recursos fiscais disponíveis, bem como definiram regras duras de comportamento condizentes com o propósito de gerar superávits primários e garantir as condições de sustentabilidade da dívida pública.

A consagração da lógica do novo regime fiscal deixou para trás a política gradualista do primeiro governo FHC. Entretanto, contrariando a lógica do desenho fiscal em implantação,

⁹ Ver Sargent, T. J.; Wallace, N. *Some unpleasant monetarist arithmetic*. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, Fall, 1981. Reimpresso em: Miller, P. J. *The rational expectations revolution: readings from the front line*. MIT Press, 1994. Os defensores da FTPL (Fiscal Theory of Price Level), partindo da visão de Sargent e Wallace, chegam a posição diferente, mas defendem a importância fundamental da política fiscal.

manteve a convivência com medidas de ampliação das vinculações e das despesas legalmente obrigatórias criadas no bojo da Constituição de 1988 e ampliadas nos anos seguintes. É interessante notar que depois de aprovar o Fundo Social de Emergência (FEF), na tentativa de recuperar espaços na definição dos gastos orçamentários, o governo aceitou ampliar as vinculações e as despesas obrigatórias com a criação da Contribuição Provisória sobre a Movimentação Financeira (CPMF)¹⁰ em 1996 e da Complementação do Fundef (EC nº 14/1996). A preocupação do segundo mandato de FHC de mexer no regime fiscal não alterou esse procedimento e deu lugar a um duplo movimento: cresceram tanto os superávits primários como a rigidez orçamentária. As vinculações aumentaram com a Contribuição de Intervenção no Domínio Econômico (CIDE)¹¹ em 2001 e a determinação da LRF de obrigar o uso das receitas vinculadas no atendimento dos gastos a que estão destinadas, mesmo que em exercício financeiro posterior à ocorrência da arrecadação. Por outro lado, os estados e municípios passaram a receber parte da CIDE e deixaram de sofrer a redução no valor das transferências constitucionais com a aprovação, em 2000, da Desvinculação da Receita da União (DRU). Além disso, houve o aumento do peso das despesas obrigatórias na despesa total com a fixação do gasto mínimo em saúde (EC n. 29/2000), o Bolsa-Escola (Lei 10.219/2001) e o Fundo de Combate a Pobreza (EC n. 31/2001), que, sem dúvida, elevaram o peso das despesas obrigatórias na despesa total (Tabela 2).

Tabela 2

Participação das despesas obrigatórias e discricionárias na despesa total (Em %)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Obrigatória / despesa total	87,50	88,90	88,50	87,00	88,80	91,60	90,10
Discricionária/despesa total	12,50	11,10	11,50	13,00	11,20	8,40	9,90

Fonte: Brasil. Ministério do Planejamento.

A forma ambivalente de condução do processo orçamentário constitui-se em traço característico da construção do regime fiscal recente. A defesa de uma política fiscal consistente com o que o pensamento convencional espera de uma economia aberta e financeiramente integrada à economia mundial não evitou a adoção de medidas de direcionamento das despesas públicas. As medidas aprovadas, na contra-mão do modelo adotado, retiraram graus de liberdade das autoridades na decisão de alocar os recursos, mas, é importante destacar, não são fortuitas, pelo contrário, espelham a vontade revelada na correlação de forças sociais e o resultado de decisões políticas, isto é, indicam a presença de interesses divergentes e a preocupação no atendimento de certas despesas, mostrando as dificuldades de se levar adiante as decisões de ampliar o controle fiscal desconsiderando as heterogeneidades socioeconômica e regionais presentes no país.

A definição do regime fiscal e a decisão de contemplar certas demandas sociais trouxeram maior rigidez à política de gastos. O comportamento não é novo e simplesmente reproduziu a forma sempre usada no atendimento de setores considerados prioritários. A diferença é que antes o

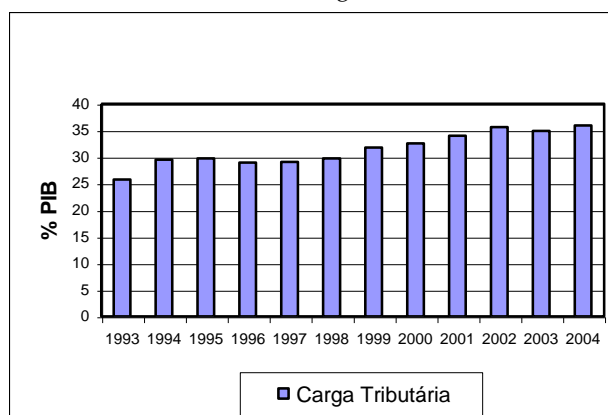
¹⁰ A CPMF foi destinada, inicialmente, à Saúde e, no momento, tem os recursos vinculados também à Previdência Social e ao Fundo de Erradicação e combate à Pobreza.

¹¹ A CIDE é destinada ao custeio de programas de infra-estrutura de transporte, além de pagamentos de subsídios aos preços ou transporte de combustíveis e ao financiamento de projetos ambientais relacionados à indústria de petróleo e de gás.

crescimento econômico, a inflação e o déficit criavam espaços de acomodação do montante das receitas vinculadas e dos gastos obrigatórios. E agora, a obrigação de gerar superávits primários e o baixo ritmo de crescimento, ao lado do elevado gasto com o pagamento de juros, colocaram limites ao atendimento simultâneo de todas as demandas que recaem sobre o orçamento.

A possibilidade de conciliar altos superávits primários e aumento das despesas de custeio e investimentos dependeu da existência de situações particulares, quando, simultaneamente, ocorreram o crescimento da receita tributária e a queda dos juros. Nos momentos de tensão no mercado monetário e de câmbio, com reflexo na evolução da dívida pública, a lógica do regime fiscal requereu das autoridades a reiteração do compromisso com as metas fiscais e a sustentação do discurso da credibilidade da política econômica. A saída encontrada foi a expansão sistemática da carga tributária (Gráfico 2), combinada com a contenção dos gastos discricionários, sobretudo, dos investimentos e do rigor com os gastos de pessoal (Tabela 3).

Gráfico 2
Evolução da carga tributária



Fonte: Bacen.

As dificuldades enfrentadas no final do segundo governo FHC, mesmo com a consolidação do novo regime fiscal nos termos idealizados pelas autoridades econômicas, com a tutela do FMI, trouxeram percalços à dinâmica de ajuste da política fiscal. Os sinais de instabilidade não foram afastados e a defesa das condições de sustentabilidade da dívida aprisionou a política fiscal. A volatilidade das expectativas que regem o principal indicador fiscal e a visão prospectiva dos agentes alteram, com rapidez, os cenários construídos às duras penas e as autoridades, diante da necessidade de manter a lógica da política fiscal, é forçada a fazer um pouco mais do mesmo.

A instabilidade das variáveis câmbio e juros, decorrentes da estratégia de integração internacional, explicitou o nó em que se encontra a gestão da política fiscal: como conciliar os altos superávits primários, os gastos com juros elevados, a rigidez no tratamento das despesas e o aumento dos investimentos? O *imbróglio* é que o sucesso na construção do regime fiscal, não evitou os percalços nem as dificuldades de alcançar os objetivos iniciais do programa. A estabilidade do quadro fiscal ainda é uma promessa e alguns problemas ganharam dimensão, ou seja, a construção do regime fiscal, apesar do ajuste patrimonial, trouxe consigo a elevação da carga tributária e da dívida pública, associado ao aumento dos gastos financeiro em torno de 3 p.p. do PIB em relação aos anos anteriores ao Plano Real.

Tabela 3
Despesa da União por grupo de despesas
Orçamento fiscal e da seguridade social % PIB

Grupo de despesa	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Despesas Correntes Primárias	23,45	22,70	24,50	25,19	24,67	28,26	26,76
Pessoal e Encargos Sociais	5,30	5,29	5,46	5,57	5,07	5,06	4,85
Outras Despesas Correntes	13,49	13,89	14,64	15,51	15,37	15,62	17,27
Transferências a Estados, DF e Municípios	4,30	4,68	4,99	5,47	5,15	5,23	6,07
Benefícios Previdenciários ²	5,97	5,88	6,24	6,51	6,97	6,96	7,35
Demais Despesas Correntes	3,22	3,33	3,40	3,54	3,25	3,43	3,84
Juros e Encargos da Dívida	4,66	3,53	4,41	4,11	4,22	4,78	4,64
Despesas de Capital	9,34	5,94	7,48	7,43	7,03	5,89	4,56
Investimentos	0,71	0,92	1,22	0,75	0,41	0,62	0,89
Inversões Financeiras	5,83	1,04	1,71	1,56	1,51	1,22	1,13
Amortização da Dívida ²	2,79	3,99	4,56	5,12	5,11	4,05	2,54
Subtotal	32,79	28,64	31,98	32,62	31,70	30,78	31,32
Amortização da Dívida – Refinanciamento	27,65	27,33	18,36	17,52	24,36	20,63	25,80
Refinanciamento da Dívida Mobiliária	27,05	26,71	17,57	17,01	23,80	20,20	25,58
Refinanciamento da Dívida Contratual	0,60	0,62	0,78	0,51	0,56	0,43	0,22
Total	60,43	55,97	50,34	50,14	56,06	51,41	57,12

Fonte: Brasil. Ministério do Planejamento.

A crise internacional de 2001 e a tensão do processo eleitoral de 2002 colocaram em xeque a política fiscal. A elevação da taxa de juros reais e a forte desvalorização do câmbio provocaram novo salto da relação dívida/PIB, revivendo o cenário presente no momento de quebra do regime de câmbio e reacendendo o clamor, em nome da solvência da dívida, pela ampliação do superávit primário. A situação mostrou que a questão fiscal, mesmo depois da consagração do novo regime fiscal, continuou em aberto, refletindo a estreita articulação com os juros e o câmbio nos momentos em que os problemas de balanço de pagamentos ganham força em decorrência da queda na liquidez internacional e da maior aversão ao risco. Por outro lado, a instabilidade afetou ainda as finanças estaduais. O aumento da inflação atingiu o índice de preços (IGP-DI) usado na atualização dos valores das dívidas negociada e trouxe dificuldades para se honrar os compromissos financeiros. A elevação dos encargos financeiros fez com que o índice entre o valor da dívida consolidada e a receita líquida estadual ficasse acima dos valores fixados na LRF, obrigando, de acordo com as regras existentes, a definição de um esforço fiscal maior capaz de permitir o retorno à situação anterior. Os estados, pressionados, reivindicaram aumento das transferências correntes e condições mais favoráveis de rolagem da dívida.

A política fiscal voltou ao centro do debate. O encaminhamento dos problemas dependia da estratégia da nova equipe econômica no enfrentamento da instabilidade macroeconômica e dos efeitos da articulação entre câmbio e juros, levando em conta o legado do governo FHC: a elevada carga tributária, os altos níveis da relação dívida/PIB e o valor dos gastos existentes com o pagamento de juros.

3 Governo Lula: a agenda conservadora inconclusa

O governo Lula tomou posse em meio à crise econômica e teve de enfrentar de imediato os desafios colocados com a desvalorização cambial, a aceleração inflacionária e o crescimento da

dívida pública. O pequeno raio de manobra limitou as alterações dos rumos da política econômica e a visão inicial, de que a conservação da lógica anterior era opção tática, logo foi superada, dando margem à certeza de que não haveria mudança de rota na definição dos marcos gerais da política econômica e da estratégia de desenvolvimento.

A tese das autoridades era que o “Brasil, para que possa retomar o crescimento econômico em bases sustentáveis, tem que sair da armadilha constituída pelo alto valor da dívida e outros passivos públicos ...o primeiro compromisso da política econômica do novo governo é a resolução dos graves problemas fiscais que caracterizam nossa história econômica, ou seja, a promoção de um ajuste definitivo das contas públicas... para isso, são necessárias medidas que produzam superávites primários, neste e nos próximos exercícios, suficientes para reduzir a relação dívida/PIB e, portanto, os gastos futuros com o serviço da dívida.”¹² Essa *démarche* já estava dada no governo anterior. A estratégia não sofreu reparos e não deu atenção aos desequilíbrios provocados pelas relações com juros e câmbio. A continuidade da proposta não deixou alternativa senão elevar o superávit primário e reafirmar o comprometimento da solvência da dívida como “a essência do paciente e cuidadoso trabalho de construção da confiança neste período de transição.”¹³

A manutenção da estratégia restringiu os espaços do governo Lula de definir traços característicos, diferenciados, na trajetória da política fiscal. À primeira vista é possível pensar que a especificidade do período está na aceitação das regras e normas orçamentárias, no forte controle dos gastos de 2003 ou no aumento da meta de superávits primários para 4,25% do PIB. Entretanto, é preciso lembrar que todos esses pontos apenas reafirmam a lógica do regime fiscal do governo anterior de comprometimento com a sustentabilidade da dívida pública. Nesse sentido, a decisão de elevar o superávit primário não surpreende porque está diretamente atrelada ao cálculo de solvência da dívida e era previsto em caso de problemas na trajetória da relação dívida/PIB.¹⁴ Além disso, outros aspectos da evolução fiscal recente, como a expansão da carga tributária, o modesto avanço dos investimentos públicos e a retomada do patamar de gastos depois da forte contração de 2003, realçam a semelhança em relação àqueles que nortearam o governo FHC, enquanto que a maior ênfase em gastos sociais, sobretudo, o Bolsa-Família, delineia a diferença mais palpável.¹⁵

A especificidade da política fiscal do governo Lula talvez se encontre em outro lugar. Um ponto interessante, mas de difícil avaliação, é entender o papel das autoridades econômicas na construção do ambiente favorável à consolidação da idéia de que a política fiscal é a grande vilã dos males da economia brasileira e de que o controle fiscal é condição necessária à queda da taxa de juros e à retomada do crescimento. A visão de que o ajuste fiscal definitivo, seja lá o que isto

¹² Cf. Brasil. Ministério da Fazenda. *Política: Econômica e Reformas Estruturais*, 2003. p. 8. Disponível em: <www.fazenda.gov.br>

¹³ Idem p. 9.

¹⁴ Um exercício nesse sentido foi realizado em Goldfajn, I. Há razões para duvidar que a dívida pública é sustentável? *Notas Técnicas do Banco Central do Brasil*, n. 25, jul. 2002.

¹⁵ O texto de Giambiagi, F. *A política fiscal do governo Lula em perspectiva histórica: qual é o limite para o aumento do gasto público?* Rio de Janeiro: IPEA, 2005. (Texto para Discussão, n. 1169), discute esses pontos da política fiscal do governo Lula.

signifique, é um pressuposto e *prévio* à redução da taxa de juros e do risco-país foi aceito amplamente no discurso do governo Lula e incorporado aos documentos oficiais.¹⁶

Além disso, ganharam força os adeptos da idéia de contração fiscal expansionista. A proposta original de Giavazzi e Pagano (1990)¹⁷ passou a povoar a fala dos membros da equipe econômica e recebeu aplausos quando serviu de base teórica da proposta de Delfim Netto de déficit nominal zero. Essa interpretação parte da hipótese acerca dos efeitos não keynesianos do ajuste fiscal, que, ao invés de captar o resultado direto do corte de demanda sobre o setor privado, privilegia a *expectativa* e a *confiança* dos agentes nas mudanças futuras.

Os efeitos *não-keynesianos* da política fiscal são explicados pelo papel da política corrente em *moldar* as expectativas de mudanças nas políticas a serem realizadas no futuro ou, como coloca Bertola e Drazen (1993, p. 12), “*the key characteristic of the expectations view of fiscal policy is that nonstandard effects of fiscal policy are explained by the role of current policy in shaping expectations of future policy changes*”.¹⁸ A perspectiva de a consolidação fiscal ganhar credibilidade e alcançar a magnitude necessária, levaria os investidores a anteciparem os gastos e, até mesmo, a eliminarem os efeitos negativos de curto prazo, prevalecendo os efeitos expansionistas. Essa visão, embora bastante em voga, não apresenta base empírica confortável.¹⁹ Nos poucos casos citados na bibliografia como exemplos de ajustes expansionistas, é controversa a análise de que o controle fiscal seja o fator determinante da queda dos juros e/ou da retomada do crescimento. A razão principal parece estar mais ligada à articulação, em determinado momento, entre a política fiscal, a monetária e a cambial, do que propriamente à situação específica da contração fiscal.

O conservadorismo do debate no interior da equipe econômica transformou a questão fiscal em dogma e empobreceu o ambiente de discussão. A focalização do debate no ajuste fiscal, na presunção de que é preciso combater a dominância fiscal, não deu espaço à análise de outras possibilidades. A dimensão da política fiscal como produto dos desequilíbrios provocados pelo combate à inflação e pela subordinação da economia brasileira às finanças globais, deixou de merecer atenção. O manejo das políticas de câmbio e de juros ganhou autonomia, deixando a política fiscal como caudatária de decisões fora do seu alcance, acentuando o papel subordinado que ocupa no regime de política macroeconômica, apesar da centralidade que lhe atribuem na determinação da taxa de juros, do risco-país e das condições de retomada do crescimento.²⁰

O caráter conservador da visão econômica do governo Lula não colocou em questão o porquê da taxa de juros ser tão elevada. A apreciação das condições da política monetária poderia descortinar novos horizontes à ação das autoridades econômicas e abrir espaço à revisão do atual

¹⁶ Cf. Brasil. Ministério da Fazenda (2003).

¹⁷ Giavazzi, F.; Pagano, M. Can severe fiscal contraction be expansionary? In: Blanchard, O.; Fischer, S. (Ed.). *NBER Macroeconomics Annual 1990*. 1990.

¹⁸ Cf. G. Bertola, G.; Drazen, A. Trigger points and budgeted cuts: explaining the effects of fiscal austerity. *American Economic Review*, v. 83, n. 1, Mar. 1993.

¹⁹ Ver Briotti, M. G. *Economic reaction consolidation: a survey of the literature*. European Central Bank, Oct. 2005. (Occasional Paper Series, n. 38); Braga, J.; Serrano, F. O mito da contração fiscal expansionista nos EUA durante o Governo Clinton. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA POLÍTICA, 10, Campinas, 24 a 27 de maio 2005. São Paulo: Sociedade Brasileira de Economia Política – SEP, 2005.

²⁰ Cf. Lopreato, F. L. *O papel da política fiscal: um exame da visão convencional*. Campinas: Unicamp. Instituto de Economia, 2006. (Texto para Discussão, n. 119).

regime de política macroeconômica. Não se trata de desconsiderar a preocupação com o ajuste fiscal. O fundamental é chamar a atenção ao fato de que a blindagem da política monetária, marcada pela intolerância em rever o modelo de metas de inflação e em discutir os limites atribuídos ao produto potencial brasileiro, bem como o pensamento único em defesa da idéia de que o controle fiscal é condição necessária e prévia à redução dos juros e à retomada do crescimento inibiram a discussão de alternativas de política econômica.

A discussão de um novo arranjo do regime de política macroeconômica colocaria em debate a política fiscal e, até mesmo, a possibilidade de eliminar o déficit nominal, mas em outro contexto, com maior crescimento da economia e sem a obrigação de atropelar as questões envolvendo os compromissos sociais e o arranjo federativo. Entretanto, o conservadorismo da visão adotada não deixou alternativa senão requestrar a pauta favorável aos cortes e reafirmar o padrão anterior de ajuste fiscal. A atenção concentrou-se na luta a favor da redução das despesas obrigatórias, principalmente da previdência, e das vinculações das receitas. A idéia de que *sem flexibilização do gasto não há sustentabilidade fiscal*²¹ atropela os ganhos de camadas mais pobres e desconsidera o pacto político que deu sustentação às decisões em favor do atendimento de interesses específicos. Além disso, a agenda oficial circunscreveu o debate sobre a evolução das transferências a estados e municípios, dos benefícios assistenciais e dos gastos primários do governo apenas à necessidade de ampliação do superávit primário. Deixou de lado a análise mais ampla das questões políticas, da correlação de forças que envolvem as mudanças da estrutura de gastos fiscais e o jogo federativo em que a força dos governadores não pode ser desconsiderada, sobretudo no momento em que o quadro político é instável e os estados não estão mais na situação crítica vivida na fase de implantação do Plano Real.

O delineamento da agenda conservadora mostrou ser mais fácil do que a efetivação das medidas de enfrentamento. A resistência contrária às alterações revelou-se difícil de ser transposta. A política de conciliação, característica da sociedade brasileira, coloca em primeiro plano o atendimento de certos interesses em resposta à enorme heterogeneidade regional e socioeconômica existente no País, delineando os traços gerais da condução ambivalente da política fiscal. O governo Lula, mesmo acatando as idéias conservadoras, não conseguiu avançar na desvinculação de receitas nem aprovar medidas de flexibilização de gastos, mantendo, com exceção de alguns cortes nos benefícios da previdência social, os interesses previamente estabelecidos. A própria preocupação do Presidente Lula em deixar como marca de governo o atendimento às populações de baixa renda introduziu outra cunha na política conservadora de gastos, com a expansão das despesas sociais com o LOAS, a renda mínima vitalícia e a Bolsa Família, que passou a conviver lado a lado com o discurso de austeridade das autoridades econômicas. No momento em que o pêndulo avançou muito em favor da restrição fiscal, o grito contra o aumento do superávit primário, como o episódio patrocinado pela Ministra Dilma Rousseff, relembrou os limites da agenda conservadora de cortes fiscais.

Além disso, a disputa por recursos entre as esferas de governo agregou outro elemento de restrição às alterações na estrutura de gastos. A esfera federal, presa ao compromisso com a estabilidade da relação dívida/PIB, não aceita abrir mão de receitas enquanto que as esferas

²¹ Este é o título do trabalho de Raul Velloso apresentado no XIV Fórum Nacional, Rio de Janeiro, maio de 2002.

subnacionais lutam por mais verbas e melhores condições de pagamento da dívida. O governo, pressionado, aceitou negociar e concedeu aos estados e municípios, mesmo sem abrir mão das regras fixadas na LRF, um prazo adicional para que se enquadrassem nos limites de endividamento estipulados na legislação.²² Este fato, ao lado das condições mais favoráveis das transferências federais e da recuperação do ICMS, permitiu que as unidades recuperassem parte do fôlego financeiro e sustentassem superávits primários crescentes.

A dificuldade de implantar a agenda conservadora, realizando maiores cortes nas contas da previdência social, nas transferências a estados e municípios e nas receitas vinculadas, restringiu as ações nas áreas fiscal e orçamentária e deixou como alternativa fazer mais do mesmo, isto é, adotar os meios usuais do padrão de controle fiscal recente: a defesa dos ganhos de arrecadação, provocando a continuidade do processo de elevação da carga tributária iniciado no governo anterior; o uso da política de contingenciamento dos gastos públicos, com cortes das despesas discricionárias, principalmente dos investimentos; e o aumento dos valores de superávits primários, fixados de acordo com os objetivos definidos na trajetória da dívida pública.

O não questionamento do regime de política macroeconômica, com a inflexibilidade exacerbada da política monetária, impôs restrições à política fiscal. Tornou-se patente que não basta garantir os superávits primários nem desafiar velhas tradições políticas e sociais brasileiras. O enrijecimento da política de juros colocou sob suspeita todo o esforço já realizado e requereu a adoção de medidas restritivas adicionais, elevando o montante dos superávits primários acima das metas fixadas, pois, afinal, o mercado não abre mão do controle sobre a trajetória da dívida pública.

O governo Lula, prisioneiro da miopia da política monetária e incapaz de colocar a discussão da política em novos termos, cumpriu com o dever de casa. A opção de manter altos superávits primários foi bem sucedida e permitiu alcançar nos dois últimos anos os menores valores de déficit nominal desde 1994 (Tabela 1). Porém, o esforço de redução do déficit nominal não foi além porque esbarrou no gasto com juros. A média de comprometimento de recursos fiscais com o pagamento de juros de 2003 a 2005 alcançou 8,24% do PIB, sendo que só em 2005 o montante foi de R\$ 157,1 bilhões, com o Governo Federal respondendo por R\$ 130,2 bilhões desse total.

A pior situação ocorreu em 2003 quando a instabilidade vivida no momento de transição do governo levou ao aumento da SELIC e a despesa com juros atingiu 9,33% do PIB. A redução dos juros no ano seguinte permitiu a queda substancial do déficit nominal, apesar do pequeno crescimento do superávit primário. A dura política monetária adotada após setembro de 2004, entretanto, reacendeu a preocupação com o custo da dívida pública e elevou o valor do déficit nominal, mesmo com o superávit primário maior do que o do ano anterior.

É interessante chamar a atenção para o fato de que o gasto médio com os juros nominais no triênio do governo Lula (8,24%) superou o do período 1995/1998 (6,48%) e também o de 1999 a 2002 (7,95%), quando havia um quadro de deterioração da economia mundial e de restrição da liquidez internacional. Isto permite realçar o efeito perverso provocado pela forma de condução do

²² Cf. Resolução do Senado Federal n. 20 de 2003 que suspendeu, durante o período de 1º de janeiro de 2003 a 30 de abril de 2005, a obrigatoriedade de cumprimento dos limites e das regras de enquadramento da dívida definidas na legislação. Porém, determina que as unidades terão de estar ajustadas aos limites de endividamento ou à trajetória de redução da dívida, conforme o que estabelece a Resolução 40 do Senado Federal, em primeiro de maio de 2005.

regime de metas de inflação: o aumento do superávit primário no último triênio, praticamente, só compensou o maior gasto com juros no período. Embora não haja, necessariamente, incompatibilidade entre o regime de metas de inflação e o equilíbrio fiscal, a rigidez com que é usado, desconsiderando os choques de oferta e a importância dos preços administrados na variação dos preços, trouxe problemas. Como lembrou Blanchard, a fixação de taxa de juros nominais e reais elevadas pode ampliar a percepção de risco de *default* da dívida e exigir níveis mais elevados de rentabilidade dos títulos, adicionando outro fator de resistência à queda dos juros.²³

O aumento do superávit primário, apesar do elevado gasto com juros, provocou a queda da relação dívida/PIB em 2004 e 2005 e permitiu reverter a tendência de crescimento da dívida do final do governo FHC (Gráfico 1). Tal movimento deveu-se à perda de participação da dívida externa no valor total da dívida líquida, provocada, basicamente, por três fatores. O primeiro foi o processo de valorização da taxa de câmbio. A enorme liquidez do mercado financeiro internacional e a rentabilidade das aplicações em reais garantida pela taxa de juros vigentes, ao lado dos saldos positivos do balanço comercial, provocaram a valorização do câmbio a partir de 2004 e a redução do custo da dívida externa em reais. O segundo fator responsável pela queda da dívida externa foi o resgate dos bônus de renegociação (*bradies*) e a amortização de obrigações junto a organismos multilaterais, realizado, em boa medida, com a compra de dólares no mercado. E, finalmente, o terceiro foi o aumento das reservas internacionais. A conjugação desses elementos permitiu a queda da dívida externa em termos absolutos e de sua participação no montante da dívida líquida do setor público. No final de 2005 a dívida externa líquida respondeu por apenas 2,6% do PIB e manteve a tendência de queda no início de 2006 com a compra de mais títulos *bradies* e a continuidade do processo de valorização cambial (Tabela 4).

A situação da dívida interna, por outro lado, embora não apresente risco previsível de *default*, é bem mais complicada. Após apresentar ligeira queda em 2004, em termos de participação no PIB, voltou a crescer com força em 2005 em razão do endurecimento da política monetária e se mantém como óbice à condução da política econômica. O efeito da política monetária evidencia-se quando se olham os fatores condicionantes da evolução da dívida pública (Tabela 5). O peso dos juros nominais é o fator determinante do crescimento da dívida, mais do que compensando os efeitos favoráveis decorrentes do superávit primário e do ajuste cambial. Além disso, os juros afetaram o PIB e inibiram o efeito positivo que tem na trajetória da dívida pública.

Tabela 4
Dívida Líquida do Setor Público - % do PIB

Anos	Total Líquida	Interna Líquida	Externa Líquida
2003	57,2	45,5	11,7
2004	51,7	44,2	7,5
2005	51,6	49,0	2,6
Mar. 2006	51,7	50,6	1,1

Fonte: BCB - Política Fiscal - Nota para a Imprensa.

²³ Cf. Blanchard, O. *Fiscal dominance and inflation targeting*. Lessons from Brazil. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, Mar. 2004. (NBER Working Paper n. 10.389). Disponível em <www.nber.org>.

Tabela 5
Evolução da dívida líquida – Fatores condicionantes
Fluxos acumulados no ano – % PIB

	2002	2003	2004	2005
Dívida líquida total – saldo	55,5	57,2	51,7	51,6
Dívida líquida – var. ac. Ano	2,9	1,7	-5,5	-0,1
Fatores condicionantes:	13,9	2,0	2,4	2,3
NFSP	3,9	4,9	2,5	3,3
Primário	-3,3	-4,1	-4,4	-4,8
Juros nominais	7,2	9,1	6,9	8,1
Ajuste cambial	9,3	-4,0	-0,9	-0,9
Dívida mobiliária interna indexada ao câmbio	4,8	-1,4	-0,2	-0,2
Dívida externa – metodológico	4,4	-2,6	-0,7	-0,7
Dívida externa - outros ajustes	0,0	1,0	0,4	-0,1
Reconhecimento de dívidas	0,9	0,0	0,4	0,2
Privatizações	-0,2	0,0	0,0	0,0
Efeito crescimento PIB - dívida	-11,0	-0,3	-7,9	-2,4

Fonte: BCB- Nota para a Imprensa - Política Fiscal.

O ambiente internacional altamente favorável durante a gestão do Governo Lula permitiu reduzir a participação da dívida externa e o peso dos títulos da dívida interna indexados ao dólar. Entretanto, o elevado montante dos títulos atrelados à Selic (Tabela 6) manteve-se expressivo, apesar da maior relevância dos títulos prefixados e dos indexados a índices de preços. Além disso, não houve alteração relevante no prazo médio da dívida pública, pelo contrário, caiu o prazo médio de vencimento, com exceção dos títulos prefixados e indexados ao câmbio (Tabela 7). O curto prazo do vencimento da dívida são problemas recorrentes na administração da dívida pública e têm implicações na rolagem da dívida. A falta de separação entre o mercado de títulos públicos e o mercado monetário faz com que as decisões do Banco Central no manejo da política monetária interfiram diretamente no custo da dívida.²⁴ Além disso, o curto prazo no vencimento dos títulos dá aos investidores a oportunidade de reverem a composição de suas carteiras e escolherem, de acordo com o momento, o arranjo de maior rentabilidade. A opção por títulos prefixados é feita basicamente quando os agentes esperam a queda da taxa de juros ou quando os juros oferecidos são altamente compensadores diante da expectativa de evolução da taxa Selic. A rapidez com que os investidores alteram a composição das carteiras deixa em dúvida o efetivo poder do governo de comandar a administração da dívida pública, pois, os ganhos alcançados em determinado momento, como em 2005, podem ser revertidos tão logo mudem as condições de mercado.

²⁴ Cf. Nakano, Y. Não basta déficit zero para reduzir a taxa de juros. *Valor Econômico*, São Paulo, 2 ago. 2005. 1o. Caderno.

Tabela 6Composição da DPMFi em poder do público por tipo de rentabilidade – após *swaps*

	Pref.	Selic	I. Preço	Câmbio	Outros	Total
Dez. 02	2,19	46,21	12,54	37,00	2,06	100,00
Dez. 03	12,51	50,08	13,55	22,06	1,80	100,00
Dez. 04	20,09	52,41	14,90	9,88	2,72	100,00
Abr. 05	20,25	58,50	14,10	4,62	2,53	100,00
Ago. 05	23,87	55,85	13,71	4,11	2,46	100,00
Dez. 05	27,86	53,30	15,33	1,16	2,35	100,00
Mar. 05	28,75	49,55	21,23	1,59	2,06	100,00

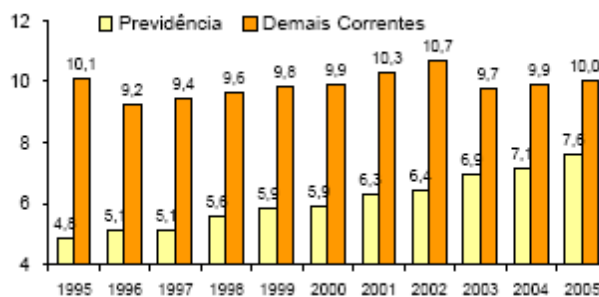
Fonte: Nota para a Imprensa – Dívida Pública mobiliária.**Tabela 7**Prazo Médio da DPMFi em poder do público por tipo de rentabilidade – após *swaps*

	Pref.	Selic	I. Preço	Câmbio	Total
Dez. 02	3,06	21,83	79,18	34,47	33,24
Dez. 03	6,50	22,74	77,88	40,51	31,34
Dez. 04	5,63	17,49	76,74	58,03	28,13
Mai 05	7,59	18,28	76,09	63,99	27,46
Ago. 05	9,19	18,72	75,07	60,80	27,39
Dez. 05	10,37	19,05	69,70	71,57	27,37
Mar. 05	11,01	18,61	66,90	71,86	29,31

Fonte: Nota para a Imprensa – Dívida Pública mobiliária.

Apesar de alguns ganhos alcançados no último triênio, é evidente que há barreiras à continuidade da estratégia nos termos em que tem se colocado até o momento. As reformas realizadas trouxeram custos elevados e definiram limites às próximas mudanças. A implantação do novo regime fiscal já está praticamente concluída e não se pode esperar ganhos expressivos com outras alterações institucionais. Não há dúvida que, por exemplo, é viável buscar reformas ainda mais incisivas na previdência social, porém, o alcance esperado não deve ser o mesmo do que já foi obtido anteriormente. Assim, parece que os caminhos usados na estratégia de ajuste fiscal perderam força sem conseguir alcançar os objetivos a que se propuseram. O crescimento da carga tributária, que foi utilizado como válvula de escape para conciliar os maiores gastos com juros e os outros gastos públicos, chegou próximo ao limite e a expansão futura, se houver, deverá ser marginal. O corte de investimentos é cada vez mais difícil, uma vez que o volume de gastos é baixo e os efeitos negativos sobre a infra-estrutura do País são notórios. Os ganhos com o controle dos gastos de pessoal enfrentam restrições: algumas carreiras profissionais clamam por reestruturação e outras contratações são necessárias para repor as perdas ocorridas durante os últimos anos, como é o caso das universidades públicas, onde o Mec reconhecia ainda no governo FHC haver mais de 6000 vagas a serem preenchidas. Além disso, o baixo crescimento e o efeito deletério da elevada carga tributária reacenderam as demandas por políticas de desenvolvimento apoiadas em benefícios fiscais.

Gráfico 3
Despesas correntes do Governo Central
(% do PIB)



Fonte: MPOG/SOF. Elaboração MF/SPE.

O conjunto das questões mostra que a continuidade da estratégia anterior defronta-se com barreiras e irá acirrar o debate em torno da agenda fiscal conservadora. A alegação de que o problema resume-se ao simples descontrole dos gastos correntes tem que ser mais bem qualificada. As informações disponíveis (Gráfico 3) mostram que as despesas correntes do Governo Central, fora a previdência, estão controladas. A questão em aberto é saber se o ambiente favorável aos cortes fiscais irá conseguir avançar ou se o debate calcado na idéia de que o desequilíbrio fiscal é provocado, fundamentalmente, pelas relações estabelecidas com juros e câmbio irá ganhar ressonância e mexer com os rumos da política macroeconômica, permitindo o crescimento do PIB e a redução dos gastos com juros.²⁵ As alterações gerariam outro ambiente de discussão do ajuste fiscal e a análise da restrição ao crescimento dos gastos correntes seria pensada como parte de uma problemática mais geral, envolvendo a estrutura de gastos públicos.

Considerações finais

A política fiscal brasileira sofreu sensíveis alterações na última década em decorrência da necessidade de adaptar a condução da política macroeconômica à estratégia de desenvolvimento atrelado ao movimento de globalização. O processo de privatização e o uso da política fiscal como fiadora das condições de valorização do capital privado levaram à decisão de reformar as normas e procedimentos herdados do momento anterior, ou seja, empreendeu-se a tarefa de construir um novo regime fiscal comprometido com a solvência da dívida pública.

O movimento teve início na implantação do Plano Real e ganhou impulso após a crise cambial de 1999 quando a perspectiva de insolvência da dívida pública colocou em xeque a política fiscal dos primeiros anos de estabilização, acelerando, sob a tutela do FMI as mudanças da ordem fiscal. O compromisso com a evolução da dívida pública alterou a condução do processo orçamentário e o valor do superávit primário ganhou o status de despesa obrigatória, enquanto as despesas discricionárias tornaram-se resíduo, isto é, só se realizariam depois de assegurada a meta fiscal definida previamente.

²⁵ Ver Oreiro, J. L. et al. Controle da dívida pública e política fiscal: uma alternativa para o crescimento auto-sustentado da economia brasileira. In: AGENDA Brasil: políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços / Organizado por Sicsú, J.; Oreiro, J.L.; Paula, L.F. São Paulo: Editora Manole e Konrad Adenauer, 2004.

A consagração do novo regime fiscal foi, sem dúvida, alcançada. O cumprimento das metas fiscais deixou de ser uma promessa e transformou-se em comprometimento oficial independentemente, diante da experiência do Governo Lula, de quem estiver no comando da economia. Entretanto, não se pode perder de vista que as alterações do regime fiscal foram acompanhadas de entraves importantes à plena consecução dos objetivos propostos. O aumento da carga tributária, a elevação da dívida pública e a rigidez na manipulação da peça orçamentária apontam o esgotamento da estratégia da política fiscal, sobretudo, no atual regime de política macroeconômica, em que o câmbio e os juros valem-se da política fiscal como âncora do sistema.

O compromisso com as metas fiscais definiu o montante do superávit primário a ser alcançado, mas esse valor acabou, em última instância, atrelado aos movimentos dos juros e do câmbio, que, por sua vez, estão fortemente presos à forma subordinada de inserção da economia brasileira ao mundo globalizado. O debate recente, no entanto, desconsiderou as questões envolvendo os aspectos que definem a política de juros e de câmbio e centrou o foco das atenções no desempenho da política fiscal como se o resultado alcançado fosse tão somente o produto do des controle no trato dos gastos públicos. É verdade que não se pode fugir da discussão da atual estrutura de gastos públicos, do elevado grau de rigidez na política orçamentária e das condições da previdência social, mas não se pode jogar sobre a política fiscal a culpa dos males da economia e muito menos o ônus de ser a principal responsável pelo atual nível de taxa de juros. Não é possível deixar de lado a análise do regime de metas de inflação e de sua articulação com o câmbio, nem definir o aprofundamento do ajuste fiscal como condição necessária e prévia à retomada do crescimento.

As visões divergentes sobre como pensar a questão fiscal colocar-se-á, certamente, no centro do debate no desenrolar do quadro econômico e político do futuro próximo. De um lado, estão os que defendem o atual regime de política macroeconômica e a independência do Banco Central, aceitando a política monetária restritiva e o efeito que tem sobre o câmbio como males necessários, e delegando à política fiscal o papel de manter a solvência da dívida. De outro, estão os que não aceitam o atual regime de política macroeconômica e os desdobramentos decorrentes da alta taxa de juros e da valorização cambial. A evolução da política fiscal é outro foco de crítica. A estratégia de implantação do novo regime fiscal avançou, mas, mesmo com expressivo aumento da carga tributária e forte ajuste patrimonial, não resolveu o problema básico a que se propôs, isto é, a evolução da dívida pública manteve-se elevada, constituindo-se em fonte constante de constrangimento da política econômica.

A decisão sobre qual o caminho a seguir na condução da política fiscal acirrou o debate. Há os que cobram a manutenção da estratégia, com o aprofundamento da atual agenda fiscal. Isto implicaria em adotar medidas importantes, como: a desvinculação das receitas tributárias, o corte das despesas obrigatórias, passando, até mesmo, pela discussão das transferências constitucionais e a revisão da política de gastos sociais, definida, principalmente, por outra reforma da previdência. Nessa perspectiva, o avanço da agenda é inelutável porque há restrições em seguir adiante com o aumento da carga tributária e o corte de investimentos. Não restaria então outro caminho senão ampliar os cortes fiscais e os graus de liberdade no trato da política orçamentária, utilizando os recursos com o objetivo de reduzir a dívida pública. O ajuste rigoroso das contas públicas daria confiança aos agentes privados e promoveria a baixa consistente da taxa de juros, bem como a

retomado dos investimentos. Uma posição crítica está assentada na defesa da tese de que é preciso, sem deixar de estar atentos à evolução da dívida pública e dos gastos correntes, levar em conta a articulação das políticas de juros e câmbio e os reflexos sobre a política fiscal. O foco de preocupação é a determinação da taxa de juros e as condições de volatilidade do câmbio numa economia aberta e atrelada aos humores das finanças globais.

A revisão do atual modelo de metas de inflação abriria espaço à redução da taxa de juros e à discussão dos limites definidos pela política atual do Banco Central de produto potencial. A queda da taxa de juros e o maior crescimento do PIB afetariam positivamente o desempenho das contas públicas, permitindo, assim, repensar a agenda fiscal e definir níveis mais favoráveis de investimentos, sem recorrer à elevação da carga tributária.

O encaminhamento do debate é importante. A janela de oportunidade aberta com o cenário mundial altamente favorável não é eterna e a mudança das condições em vigor no mercado internacional trará como efeito alterações no câmbio e nos juros, exigindo da política fiscal outra rodada de aperto que dificilmente poderá ser atendida sem traumas importantes diante do atual patamar da carga tributária e do superávit primário.

PARTE III
CRESCIMENTO ECONÔMICO E POLÍTICAS DE
DESENVOLVIMENTO

SEÇÃO VII

O modelo de crescimento da economia brasileira no período recente: condicionantes, características e limites

Claudio Roberto Amitrano ¹

Introdução

Um dos aspectos que mais chama a atenção dos observadores da cena econômica brasileira diz respeito à combinação, no período recente, de duas características marcantes e absolutamente interligadas, da trajetória da atividade econômica: a elevada volatilidade do produto; e o baixo crescimento médio.

A perplexidade com este fenômeno de dupla dimensão, que se poderia denominar de modelo de crescimento instável de baixo dinamismo, torna-se ainda maior quando se constata a sua vigência entre distintos períodos no tempo², entre diferentes governos e momentos da conjuntura econômica internacional, bem como entre variadas formas de operação da política macroeconômica.

A esta altura o leitor já deve se perguntar: ora, se é assim, então, o que explica a ocorrência sistemática de tal modelo? Para além das teses que compreendem o fenômeno das trajetórias de baixo crescimento a partir da existência, em países periféricos, de regimes distintos de garantia dos direitos de propriedade,² parece que grande parte da explicação está associada à ocorrência de combinações peculiares entre três elementos fundamentais: o momento do ciclo econômico internacional, a política estrutural e de desenvolvimento em execução, assim como o regime e a forma de operação da política macroeconômica.

A hipótese deste trabalho é que, no período recente, a despeito do fato de os três elementos mencionados acima terem se combinado de maneira distinta, seus resultados parecem reconduzir, sistematicamente, a economia brasileira ao modelo de crescimento instável de baixo dinamismo.

~~Esta~~ Este capítulo seção terá como foco o desempenho econômico brasileiro nos últimos três anos, em que a economia brasileira esteve sob a batuta da equipe econômica do governo Lula. Não

¹ Com os agradecimentos aos bolsistas do PIBIC-CNPq Leandro Ramos Pereira e Vitor Augusto Paschoal.

² O texto clássico e, de certa forma, um tanto quanto anedótico, de Acemoglu et al. (2001), por exemplo, remete a análise ao período colonial, em que a decisão entre colônias de povoamento ou de exploração, em face da magnitude das taxas de mortalidade, foi fundamental para a definição de um certo regime de garantia de direitos de propriedade que tem sido, dentre outras coisas, determinante das distintas trajetórias de crescimento entre países desenvolvidos e em desenvolvimento. Ver Acemoglu, Daron; Johnson, Simon; Robinson, James, A. The colonial origins of comparative development: an empirical investigation. *American Economic Review*, v. 91, n. 5, Dec. 2001. No caso brasileiro, abordagens inspiradas neste tipo de trabalho têm aparecido sob a forma da tese do risco jurídico ou jurisdicional. Não obstante, sua pertinência parece bastante duvidosa, até porque nos últimos quinze anos houve uma ampliação do aparato legal, bem como um aprofundamento em sua aplicação, no que tange à estabilidade de regras contratuais e da garantia dos direitos de propriedade.

obstante, sempre que possível, tentar-se-á estabelecer comparações com os dois governos da era FHC.

Assim, o texto segue dividido em três partes, além desta introdução e da conclusão. Na primeira seção procura-se discutir os principais condicionantes do crescimento e, com base neles, estabelecer uma periodização para a trajetória da economia brasileira. A seção seguinte tem caráter descritivo e procura avaliar a performance da economia a partir do novo regime de política macroeconômica iniciado em 1999, com ênfase, porém, no período correspondente ao mandato do governo Lula. A última seção trata dos fatores que limitam o crescimento.

1 Condicionantes do modelo de crescimento e periodização da economia brasileira

1.1 Ciclo internacional, política ~~estrutural~~ de desenvolvimento e regime de política macroeconômica

A trajetória de crescimento da economia brasileira nos últimos doze anos parece estar associada, por um lado, à forma de articulação entre as fases dos ciclos de liquidez e comércio internacionais e a operação de distintas políticas estruturais ou de desenvolvimento, que compreendem desde as iniciativas pioneiras de liberalização e desregulamentação das contas financeira e comercial do balanço de pagamentos, o processo de privatização e o desmonte das instituições e instrumentos de ação da era desenvolvimentista, até as chamadas reformas microeconômicas e aquilo que se denomina aqui de política de desenvolvimento minimalista (período atual).

Por outro lado, tal trajetória parece depender, também, do regime de política macroeconômica, entendido como o arranjo particular entre as políticas monetária, fiscal e cambial, bem como do modo de operação ou manejo de cada regime específico, compreendido como a maior ou menor flexibilidade com que são manipulados os instrumentos de política macroeconômica.

A conjuntura internacional define os parâmetros quanto aos níveis mínimos de taxa de juros e de volatilidade da taxa de câmbio, assim como ~~no que diz respeito às~~ as possibilidades de ampliação do comércio internacional brasileiro.

A política estrutural e de desenvolvimento estabelece, por um lado, a amplitude dos canais de transmissão entre o cenário externo e a economia doméstica através das formas de regulação e do grau de abertura das contas financeira e comercial do balanço de pagamentos. Por outro lado, promove transformações nos padrões internos de concorrência no mercado de produtos, define o regime de incentivos às empresas residentes e, sobretudo, situa o formato da relação Estado-Mercado. Neste sentido, consiste em um dos determinantes mais importantes do tipo de especialização produtiva e do padrão de inserção externa do país.

Por fim, o regime de política macroeconômica e sua operação atuam como condicionantes fundamentais dos preços-chave (câmbio e juros) para a definição das decisões de investimentos. Além disso, para uma dada amplitude dos canais de transmissão, servem como elementos de

mediação entre o ciclo internacional e o doméstico, determinando com que intensidade a trajetória da economia nacional estará colada às fases de ascensão e queda da economia mundial.

1.2 Especialização produtiva e inserção comercial externa: o eixo estrutural do modelo

Os elementos do modelo de crescimento que se apresentam como variáveis estruturais consistem no tipo de especialização produtiva e no padrão de inserção no comércio internacional. No caso brasileiro, a sua configuração atual destes elementos foi determinada, em grande parte, durante o período 1994-1998, sendo o resultado da operação simultânea de dois fatores: a rápida abertura comercial, com ampla revisão da estrutura tarifária (queda do nível e da dispersão das tarifas); e a valorização cambial por longo tempo (Carneiro, 2002³).

Diante destes fatores, as atividades produtivas e, em especial, a indústria de transformação, estiveram sob forte pressão ao longo de toda a década de 1990. Seu resultado mais importante — a principal consequência desta pressão foi a reorientação da estrutura produtiva que culminou com a perda de densidade dos elos da cadeia produtiva nos setores intensivos em tecnologia e capital, bem como o reforço das atividades baseadas em mão de obra e recursos naturais.

Tabela 1
Coeficientes de penetração ⁽¹⁾ e abertura ⁽²⁾ (1990-1998)

Setores	Coeficiente de penetração (%)			Coeficiente de abertura (%)		
	1990	1994	1998	1990	1994	1998
Tecnologia	9,8	16,8	44,1	10,0	13,6	23,2
Capital	9,9	13,5	24,2	7,9	9,6	11,4
Mão-de-obra	2,0	5,6	11,7	6,4	9,7	13,3
Recursos naturais	3,4	6,0	8,1	12,7	16,0	18,8

(1) Coeficiente de penetração = Importações/produção;

(2) Coeficiente de abertura = Exportações/produção.

Fonte: Moreira (1999) apud Carneiro (2002).

Os dados relativos aos coeficientes de penetração e abertura explicitam bem esta reorientação, uma vez que o tipo de especialização produtiva e o padrão de inserção no comércio internacional guardam estreita relação.

Mas o que explica que a abertura tenha propiciado este movimento? A resposta parece estar associada às duas formas de incerteza que afetam as decisões correntes de produção, mas, sobretudo, as decisões de investimento.

As diferentes configurações do cenário macroeconômico e as alterações no quadro de regulação da concorrência nos mercados de produtos compõem aquilo que Ferraz et al. (1999⁴)

³ Ver Carneiro, Ricardo. *Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no último quarto do século XX*. São Paulo: Editora Unesp/IE-Unicamp, 2002.

⁴ Ferraz, João C. et al. Incerteza, adaptação e mudança: a indústria brasileira entre 1992 e 1998. *Boletim de Conjuntura da Universidade Federal do Rio de Janeiro*, Rio de Janeiro, 1999.

denominaram de incertezas macroeconômica e microeconômica. No primeiro caso, o que está em jogo é o grau de confiança ou o “nível de previsibilidade das decisões de investimento” (Ferraz et al., 1999, p. 57) em face das variáveis macroeconômicas relevantes: inflação, câmbio e juros; enquanto no segundo, a questão central está associada à confiança ou “à previsibilidade quanto à quantidade e tipo de competidores operando em mercados específicos” (Ibidem, 1999, p. 57).⁵ Tais incertezas constituem parâmetros externos essenciais às empresas para a elaboração de suas estratégias e a tomada de decisões.

Segundo Ferraz et al (1999) e Castro (2001⁶), o período compreendido entre 1994 e 1998, foi marcado por uma estratégia de flexibilização da capacidade produtiva, com destaque para renovações pontuais de equipamentos e fusões e aquisições que visavam o aumento das economias de escala e o crescimento da produtividade. “O desafio... [era] enfrentar mudanças quantitativas e qualitativas no perfil da demanda e a concorrência das importações” (Ferraz et al, 1999, p. 59).⁷

Neste sentido, a combinação entre incerteza macro e microeconômica determinou, ao longo do tempo, um conjunto de decisões de investimento peculiares tanto no que diz respeito à magnitude quanto no que tange à ~~sua~~ distribuição setorial, que acarretaram um tipo específico de especialização produtiva e de inserção no comércio internacional, bem como uma redução do encadeamento intra-setorial da indústria (Carneiro, 2002).

Esta peculiaridade das estratégias de investimentos se verificou, inclusive, na relação entre investimento direto externo (IDE) e a formação bruta de capital durante aquele período, de tal sorte que, por um lado, o ciclo de IDE dos anos 1990 acabou não influenciando significativamente a formação bruta de capital fixo, a despeito de sua magnitude.⁸

⁵ Segundo Kupfer, David (*Trajétoias de reestruturação da indústria brasileira após a abertura e a estabilização*. Tese (Doutorado em Economia)–Universidade Federal do Rio de Janeiro, 1998) é “o conhecimento conjunto das condições estruturais e de regras de comportamento” (p. 23) dos agentes que permite a análise das direções gerais de mudança e dos níveis de performance da indústria. Se o padrão de concorrência de cada setor representa o respectivo conjunto de regularidades nas formas preponderantes de competição (preço, diferenciação, etc.), então, a formulação de estratégias e a tomada de decisões dependem da avaliação de quais são “os fatores críticos de sucesso competitivo no presente e [das] percepções sobre a sua trajetória futura” (Kupfer, 1998, p. 36).

⁶ Castro, Antônio B. A reestruturação industrial brasileira nos anos 90. Uma interpretação. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 21, n. 3 (83), p. 3-26, jul./set. 2001.

⁷ Na verdade, desde o período 1989-1994, a estratégia das empresas já estava voltada para a adaptação aos padrões de concorrência das novas firmas entrantes, ainda que também estivesse associada à adequação de custos à enorme variabilidade dos preços relativos. Esta adaptação acarretou, de um lado, um significativo aumento da produtividade e, de outro, uma re-inserção produtiva externa que se poderia chamar de regressiva (Erber, Fábio. *Mudanças estruturais e política industrial*. Relatório Interno Ipea. Brasília. 1992; Laplane, M., Silva, A. L. G. Dinâmica recente da indústria brasileira e desenvolvimento competitivo. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 3, dez. 1994; Coutinho, Luciano. A especialização regressiva: um balanço do desempenho industrial pós-estabilização. In: Velloso, João Paulo R. (Org.). *Brasil: desafios de um país em transformação*. Rio de Janeiro: José Olympio. 1997, na medida em que provocou uma diminuição do peso de produtos de maior conteúdo tecnológico em relação ao volume de produção e à pauta de exportação.

⁸ Isto pode ser explicado, em parte, pelo processo de privatizações, bem como pelo intenso movimento de fusões e aquisições. Segundo Laplane e Sarti (1998) os recursos destinados aos processos de privatização alcançaram quase 30% do IDE total ingresso no país em 1997. Ademais os autores estimam que algo entre 30% e 35% do total de IDE deve ter sido composto por fusões e aquisições. Ver Laplane, Mariano, Sarti, Fernando. Novo ciclo de investimentos e especialização produtiva. In: Velloso, João Paulo R. (Org.). *O Brasil e o mundo no limiar do século*. Rio de Janeiro: José Olympio. 1998. Veja a este respeito, também, Carneiro (2002).

Por outro lado, grande parte dos recursos foi orientada para os setores intensivos em recursos naturais e trabalho, de modo que os investimentos do período 1994-1998 parecem ter, apenas, reiterado “a velha especialização competitiva da economia em produtos de baixo dinamismo no comércio internacional” (Coutinho, 1997, p. 102), intensivos em recursos naturais e energéticos e com baixo coeficiente de transformação industrial.⁹

O problema é que o padrão de especialização produtiva representa a estrutura que se reproduz no tempo e, através de um mecanismo de *path dependence*, condiciona a evolução da economia. A interação entre contexto externo, política macro e de desenvolvimento configura-se como o fator que acarreta o maior ou o menor desvio da trajetória corrente em relação àquela orientada pela estrutura.

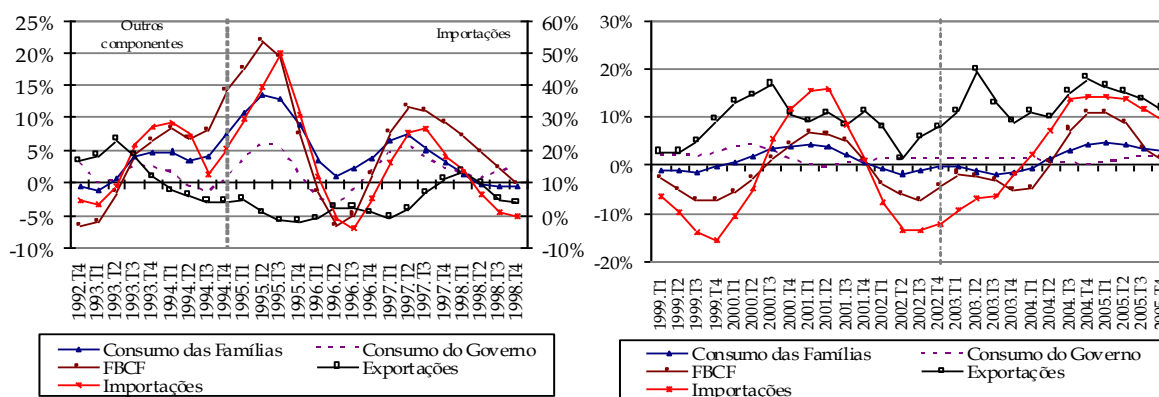
1.3 Uma proposta de periodização

Com base nestes argumentos, é possível estabelecer uma periodização para a trajetória de crescimento da economia brasileira nos últimos doze anos que considera a articulação entre o ciclo internacional, a política estrutural de desenvolvimento e o regime e manejo da política macro, com o estabelecimento e a permanência do tipo de especialização produtiva e do padrão de inserção no comércio internacional.

O primeiro período pode ser descrito como o episódio de fundação do modelo de crescimento instável de baixo dinamismo marcado pela liberalização comercial e financeira, pela reestruturação produtiva e pela política de estabilização. Sua vigência ocorre entre 1994 e 1998 (Gráfico 1).

Gráfico 1

Componentes da demanda agregada, taxa de crescimento acumulada em quatro trimestres



Fonte: SCNT, IBGE. Elaboração própria.

⁹ Segundo Coutinho (1997) houve uma elevada concentração destes investimentos “nos complexos produtores de insumos e commodities, notadamente nos setores de metalurgia básica, química básica, agribusiness, papel e celulose” (Coutinho, 1997, p. 98), seguidos por setores com maior proteção tarifária, tais como segmentos automobilístico e têxtil. No mesmo sentido, a pesquisa de Laplane e Sarti (1997 e 1998) aponta os setores: alimentos, bebidas, papel e celulose, produtos químicos, metalurgia básica e automobilístico como responsáveis por cerca de 64% do total das previsões de investimento. Ver Laplane, Mariano, Sarti, Fernando. Investimento Direto Estrangeiro e a retomada do crescimento sustentado nos anos 90. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 8, jun. 1997.

Este período diz respeito a um momento de relativa melhora do ambiente macroeconômico, caracterizado pela retomada da liquidez internacional para os países emergentes e pela redução da incerteza macroeconômica de curto prazo, decorrente da estabilização da inflação.¹⁰ No entanto, estas melhores condições combinaram-se com um aumento da incerteza microeconômica promovida pelo aprofundamento da liberalização comercial e pela valorização da taxa de câmbio real efetiva. Estes dois elementos, associados às privatizações e à uma política de desenvolvimento liberal, ensejaram um tipo específico de especialização produtiva e de inserção junto ao comércio internacional.

O segundo período distintivo da economia brasileira nos últimos quinze-doze anos (1999-2005) pode ser identificado como o episódio de consolidação do modelo de crescimento instável de baixo dinamismo, cuja característica principal corresponde à adoção de um novo regime macroeconômico. Este momento pode ser subdividido em dois subperíodos.

O primeiro (1999-2002) está associado à mudança para o novo regime de política macro (câmbio flexível-regime de metas-superávit fiscal elevado), à definição de uma forma de operação de seus instrumentos que procurava se adaptar à conjuntura vigente (flexível) e ao início da implementação da agenda microeconômica.

O segundo subperíodo (2003-2005) pode ser identificado como de maturidade ou vigência plena do novo regime de política macro, porém com alterações em sua forma de manejo, de tal sorte que a administração do regime de metas perdeu graus de liberdade na sua condução. Não obstante, este momento também é caracterizado por ambigüidades na política estrutural, sintetizadas na convivência entre a agenda microeconômica e a instauração de uma política de desenvolvimento minimalista.

Esta periodização fica mais clara quando se observam os elementos que conduziram a demanda agregada e, neste sentido, determinaram a trajetória do produto em um e outro período (Gráfico 1).

Durante a fundação do modelo (1994-1998), a queda da inflação, a valorização cambial e a abertura comercial, propiciaram um aumento do consumo das famílias e das importações. Naquela época, as compras externas foram acompanhadas por uma modesta elevação dos investimentos, de tal forma que as curvas da formação bruta de capital fixo e das importações eram praticamente paralelas.

Este movimento parece ser o reflexo, sobretudo, do novo regime de concorrência que se instaurava no mercado de produtos e que, junto com a posição da taxa de câmbio, possibilitou uma reorientação peculiar da estrutura produtiva.

No período subsequente, o comando da economia esteve a cargo das exportações, cuja taxa de crescimento foi, sistematicamente, a maior entre todos os componentes da demanda agregada, desde o primeiro trimestre de 1999. Os investimentos também se expandiram, mas, desta vez, como desdobramento direto e indireto do aumento das vendas externas. Ainda que haja diferenças entre

¹⁰ Ainda que com aumento dos fatores de instabilidade potenciais ou de longo prazo, resultantes do desequilíbrio no balanço de pagamentos.

os dois subperíodos ~~que podem ser identificados desde a desvalorização do real, em 1999~~, este fenômeno ocorreu, sem alterar de maneira substancial a especialização produtiva e o padrão de inserção no comércio internacional.

2 A economia brasileira no período recente (1999-2005)

2.1 Mudança do regime macroeconômico e reformas microeconômicas

O período que se inicia com a desvalorização cambial de 1999 representou uma mudança em todo o arranjo de política macroeconômica, que se manifestou através de uma nova estratégia em relação à taxa de câmbio, bem como uma nova forma de relação entre a autoridade monetária, o tesouro nacional e o mercado financeiro, em que os vínculos entre as decisões de política macro e as expectativas, percepções e desejos deste mercado se intensificaram.

Ademais, este período é marcado pelo início da implementação da agenda de reformas microeconômicas, em que a relação Estado-Mercado, no âmbito produtivo, ganhou contornos mais específicos. Neste caso, passa-se do desmonte dos instrumentos de coordenação antecedentes, ~~que ocorreu entre 1994 e 1998~~, para um padrão de intervenção do Estado que limita a sua atuação no âmbito produtivo à criação de alguns instrumentos específicos voltados para: securitização de passivos; redução de assimetrias de informação no sistema de crédito produtivo; desoneração da poupança de longo prazo; criação de um bom sistema de registro ou garantia de propriedade, consubstanciado, sobretudo, nas tentativas de alteração da lei de falências; implementação de mecanismos eficientes de resolução de conflitos; consolidação de um “clima” de investimentos adequado, baseado no sistema de defesa da concorrência e na redução da burocracia para implementação de negócios.

A mudança no regime de política macroeconômica, ainda que conduzido de forma flexível, associada à implementação de uma política de desenvolvimento de corte estritamente liberal, voltada para os direitos de propriedade e para a minimização das assimetrias de informação e das “falhas de governo”, não promoveu, entretanto, uma alteração do baixo patamar de crescimento, tampouco de sua alta volatilidade.

Na verdade, a análise dos dados das contas nacionais mostra que os efeitos da nova combinação sobre o crescimento foram bastante modestos. Ademais, do ponto de vista da estrutura de oferta, reforçou o padrão de especialização da economia brasileira, baseado em setores intensivos em recursos naturais e trabalho.

Tabela 2
Variação (%) do PIB pela ótica da produção e da demanda

Variáveis / Períodos	No ano ⁽¹⁾			
	1999	2000	2001	2002
Agropecuária	8,3	2,1	5,8	5,5
Indústria	-2,2	4,8	-0,5	2,6
- De Transformação	-2,2	5,5	0,7	3,6
- Extrativa	0,7	10,4	3,7	6,7
Serviços	2,0	3,8	1,8	1,6
PIB a Preços de Mercado	0,8	4,4	1,3	2,3

Consumo das Famílias	-0,4	3,8	0,5	-0,4
Consumo do Governo	2,4	1,3	1,0	1,4
FBCF	-7,2	4,5	1,1	-4,2
Exportações	9,2	10,6	11,2	7,9
Importações (-)	-15,5	11,6	1,2	-12,3

(1) Acumulado em quatro trimestres.

Fonte: SCN, IBGE.

Não por acaso, entre 1999 e 2002, o melhor desempenho foi o dos segmentos da agropecuária e da indústria extrativa. A desvalorização cambial, por mais intensa que fosse não seria capaz de reverter o processo de reestruturação produtiva e a afirmação do tipo de inserção no comércio internacional, consolidado pelos investimentos realizados nos anos 1990. Principalmente porque as políticas estruturais do período 1999-2002 reforçavam ou, pelo menos, não visavam alterar o padrão estabelecido.

Assim, mesmo que a partir de 1999 as exportações tenham se constituído no componente mais dinâmico da demanda agregada, isso apenas reforçou as vantagens comparativas já existentes.

Ao mesmo tempo em que a nova combinação reforçava o padrão de especialização produtiva, ampliava gargalos, sobretudo no campo da infra-estrutura, como ficou comprovado com a ocorrência da crise energética. Fato, aliás, estritamente associado à baixa capacidade de intervenção do Estado, em face da restrição fiscal.

Além disso, este momento também explicitou os limites da expansão do consumo das famílias, posto que, de um lado, a desvalorização cambial teve repercussões importantes sobre a inflação, sobretudo para as camadas de renda mais baixa. De outro lado, a impossibilidade de empreender uma trajetória de crescimento mais robusta, limitou a expansão do emprego, ampliando o ~~problema do~~ desemprego, bem como reforçou o padrão de crescimento dos postos de trabalho, baseado em ocupações de baixo rendimento.

A trajetória do investimento também refletiu a combinação particular que se instaurava. No primeiro ano do novo arranjo dois elementos influenciaram o resultado negativo da formação bruta de capital fixo. O primeiro esteve associado ao aumento da incerteza macroeconômica em virtude da desvalorização cambial e o conseqüente desconhecimento quanto aos seus impactos sobre a taxa de inflação. O segundo elemento refere-se à queda do consumo das famílias pelo segundo ano consecutivo,¹¹ demonstrando que as fontes de dinamismo interno estavam comprometidas. Àquela altura era impossível saber se a recente recuperação das exportações seria capaz de compensar os efeitos sobre as variáveis domésticas e conduzir a economia a uma nova senda de crescimento.

Passada a incerteza inicial da mudança do regime e reduzida a pressão cambial, as taxas de juros tornaram a ceder, assim como a inflação. O ano de 2000 foi o melhor momento da economia brasileira desde 1995, ano em que a taxa de crescimento também superou a marca de 4%.

Entretanto, os dois últimos anos da gestão FHC não deixam dúvida quanto à consolidação do modelo de crescimento instável de baixo dinamismo. Seja porque em 2001 a crise energética, a

¹¹ Em 1998, o consumo das famílias teve queda de -0,8%.

recessão americana e a desaceleração da economia global tenham impedido o crescimento; seja porque em 2002 a instabilidade do processo eleitoral e os impactos da crise Argentina tenham aumentado a incerteza macroeconômica, o que importa é que nem a política macroeconômica, nem a política de desenvolvimento liberal foram capazes de atuar de forma anticíclica ou instaurar um processo endógeno de crescimento. Nos dois referidos anos, não fosse o bom desempenho das exportações, resultante menos de estratégia consciente de política econômica e mais das conseqüências inevitáveis da desvalorização cambial, o PIB, certamente, teria sofrido uma retração, em linha, aliás, com a trajetória do consumo das famílias e da formação bruta de capital fixo.

O desempenho da atividade econômica no período 1999-2002 explicita algumas características básicas da economia brasileira: i) a importância do processo de reestruturação dos anos 1990 na conformação do padrão de especialização produtiva e suas conseqüências deletérias sobre a trajetória de crescimento nos períodos subseqüentes; e ii) os impactos negativos da combinação entre o arranjo de política macroeconômica e a política de desenvolvimento liberal baseada nas reformas microeconômicas; iii) a ausência de um horizonte de crescimento, em decorrência da nova relação Estado-mercado estabelecida por aquela política de desenvolvimento.

2.2 Alterações no manejo da política macro e a política de desenvolvimento minimalista: a economia sob o governo Lula

A eleição do governo Lula marca o início de um novo período, em que também ocorrem mudanças na combinação entre os elementos que condicionam a expansão do produto, sem que se verifique, porém, uma substituição do modelo de crescimento instável de baixo dinamismo.

No que tange ao cenário externo, vale lembrar o farto ciclo de liquidez internacional, ocasionado pela política monetária frouxa norte-americana e o excepcional desempenho da economia e do comércio mundiais.

Quanto ao arranjo macroeconômico, embora não tenha havido mudança no regime, sua operação perdeu flexibilidade. Por um lado, a política monetária tornou-se mais restritiva, sobretudo, ao tratar de forma indistinta acelerações da taxa de inflação decorrentes de choques de demanda e aquelas que resultam de choques de oferta. Por outro lado, a política fiscal tem ganhado contornos adicionalmente restritivos, seja na elevação sistemática do superávit fiscal, seja na costumeira pressão para queda das despesas correntes, ~~ainda não efetivada,~~ ou mesmo nas tentativas de reestruturação das vinculações orçamentárias.

Ao mesmo tempo em que a política macro se torna mais restritiva, a política de desenvolvimento ganha contornos mais ativos. Esta nova feição caracteriza-se pela instauração da política industrial, tecnológica e de comércio exterior, assim como pela criação e ampliação de alguns instrumentos de financiamento, como o crédito consignado e o crédito dirigido. Este último, realizado, principalmente, pelos desembolsos do BNDES e outras agências federais de fomento. Cabe notar também a maior intervenção do Estado a partir de ações como a isenção de impostos para a aquisição de máquinas e equipamentos, principalmente, aquelas destinadas à exportação e à inovação; a criação do patrimônio de afetação para empreendimentos imobiliários; e outras medidas de incentivo às atividades produtivas.

Entretanto, esta maior tendência à intervenção do poder público, não significou uma supressão da agenda de reformas microeconômicas, fato evidente na implementação da lei de falências, por exemplo. Ao contrário, a agenda foi encampada explicitamente pelo Ministério da Fazenda, o que revela, de certa forma, a ambigüidade da estratégia de governo no que tange à política de desenvolvimento.

Evidentemente, nem todos os aspectos da agenda microeconômica são incompatíveis com uma estratégia de desenvolvimento mais ativa. Todavia, é preciso ter claro que as linhas mestras que orientam um ou outro tipo de política são absolutamente distintas. Deste modo, a ambigüidade gerada pelo fato de a política de desenvolvimento servir a dois objetivos se manifesta em sua incompletude, sobretudo no que tange à criação dos instrumentos próprios para a execução das diversas medidas de política.

2.3 Características do crescimento no triênio 2003-2005

As informações do sistema de contas nacionais revelam a recorrência daquilo que se tem denominado de modelo de crescimento instável de baixo dinamismo. Primeiro, porque a taxa média de crescimento entre 2003 e 2005 foi de somente 2,6%, valor apenas um pouco superior à média histórica para o período 1990-2005, de 2,1%. Este pequeno desvio positivo é compreensível, apenas à luz do excepcional desempenho da economia mundial no mesmo período. Em segundo lugar, cabe notar a elevada volatilidade do produto que de um crescimento nulo no primeiro ano de governo, salta para o melhor desempenho em uma década e retorna, em 2005, para o padrão histórico de expansão.

Tabela 3
Variação (%) do PIB pela ótica da produção e da demanda

Variáveis	Período		No ano ⁽¹⁾		
	1999-2002	2003-2005	2003	2004	2005
Agropecuária	5,4	3,5	4,5	5,3	0,8
Indústria	1,1	2,9	0,1	6,2	2,5
- De Transformação	1,9	3,3	1,1	7,7	1,3
- Extrativa	5,3	4,2	2,9	-0,7	10,9
Serviços	2,3	2,0	0,6	3,3	2,0
PIB a Preços de Mercado	2,2	2,6	0,5	4,9	2,3
Consumo das Famílias	0,9	1,9	-1,5	4,1	3,1
Consumo do Governo	1,5	1,0	1,3	0,1	1,6
FBCF	-1,6	2,3	-5,1	10,9	1,6
Exportações	9,7	12,8	9,0	18,0	11,6
Importações (-)	-4,3	7,2	-1,7	14,3	9,5

(1) Acumulado em quatro trimestres.

Fonte: SCN, IBGE.

O segundo aspecto relevante diz respeito à evolução da estrutura de oferta. O maior dinamismo e estabilidade do setor agropecuário e da indústria extrativa revelam, em parte, os efeitos que a trajetória passada possuem sobre o desempenho corrente, sobretudo neste momento de expansão da economia mundial, em que o ciclo econômico brasileiro se atrela ao internacional via *commodities* e produtos de baixo conteúdo tecnológico.

Evidentemente, a criação da política industrial, tecnológica e de comércio exterior trouxe novos elementos acerca da evolução estrutura de oferta, porém os resultados ainda são modestos no que diz respeito a alterações no tipo de especialização produtiva da economia brasileira. Este ponto será mais bem discutido na seção sobre indústria.

O desempenho do setor de serviços, muito influenciado pela evolução da massa salarial, também apresentou baixas taxas de crescimento, ainda que sua volatilidade tenha sido substancialmente menor que a verificada nos demais setores.

No que diz respeito aos elementos indutores do crescimento, a evolução dos componentes da demanda mostra muitas semelhanças com o ocorrido no quadriênio 1999-2002, mas também algumas diferenças importantes. No plano das semelhanças, constata-se a continuidade do extraordinário desempenho das exportações. Como é possível notar, pelos dados da Tabela 2 e do Gráfico 1, a taxa de crescimento acumulada das exportações em quatro trimestres, foi o componente da demanda agregada que apresentou o ritmo mais intenso de expansão.

Esta tendência, que se manifesta desde o primeiro trimestre de 1999, e se intensificou a partir de 2003, parece ser responsável, nos últimos três anos, pelo aumento, tanto dos investimentos quanto das importações.

Em 2005, contudo, nota-se uma desaceleração do ritmo de crescimento das vendas externas com repercussões negativas sobre a formação bruta de capital fixo e as importações. Certamente, a perda de dinamismo do setor externo esteve relacionada à excessiva valorização do real, que ocorreu não só em termos históricos, mas também relativamente aos demais países emergentes. Ademais, houve também a redução dos preços de algumas *commodities* importantes. Já a queda nos investimentos decorreu, de um lado, da menor intensidade do efeito acelerador proveniente do setor externo e, de outro, das elevadas taxas de juros.

No que diz respeito às diferenças em relação ao período 1999-2002, o triênio que se encerra em 2005 foi marcado por uma menor taxa de crescimento do consumo do governo relativamente ao anterior, assim como por um ritmo maior de expansão do consumo das famílias. No primeiro caso, as elevações sistemáticas do superávit fiscal contribuíram para o resultado. No segundo, o controle da inflação, associado à modesta expansão do emprego e dos salários nominais e ao incremento do volume de crédito para pessoa física, garantiu este resultado.

Assim, dois elementos parecem ser os responsáveis pela evolução do produto sob a batuta do governo Lula. Primeiramente, o crescimento do PIB foi comandado, seja de forma direta, seja de forma indireta, pelo setor externo. Em segundo lugar, o impacto do crédito sobre o consumo das famílias também repercutiu de forma importante.

A dominância das exportações e o efeito subsidiário do crédito e do consumo das famílias ficam mais claros quando se tem em mente que a contribuição de qualquer componente da demanda agregada às variações percentuais do PIB é significativamente influenciada pelo seu respectivo peso no produto.¹² Assim, pequenas oscilações dos itens que respondem por uma proporção muito grande do valor do PIB fazem com que suas respectivas contribuições variem de

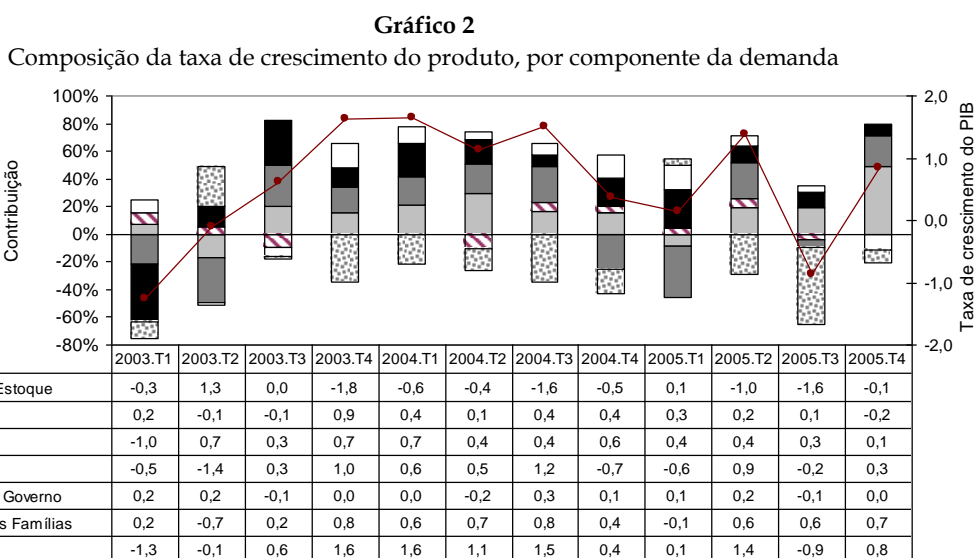
¹² A contribuição de cada componente da demanda agregada à taxa de crescimento do produto pode ser definida da seguinte forma: $(PIB_t - PIB_{t-1})/PIB_{t-1} = (C_t - C_{t-1})/PIB_{t-1} + (G_t - G_{t-1})/PIB_{t-1} + (I_t - I_{t-1})/PIB_{t-1} + (E_t - E_{t-1})/PIB_{t-1} + (X_t - X_{t-1})/PIB_{t-1} - (M_t - M_{t-1})/PIB_{t-1}$, em que C, G, I, E, X e M são respectivamente o consumo das famílias, o gasto do governo, a formação bruta de capital fixo, a variação de estoques, as exportações e as importações.

maneira muito intensa. Este é o caso, por exemplo, do consumo das famílias, cuja participação no PIB é de quase 60%.¹³

O peso das exportações relativamente pequeno, e a constatação de que sua contribuição à taxa de crescimento do PIB têm sido, nos últimos trimestres, muito significativa, realça sua importância na recuperação recente.

É importante notar também, que a contribuição dos componentes da demanda à expansão do PIB é um indicador estático, isto é, não reflete a influência das vendas externas sobre o consumo das famílias ou a formação bruta de capital fixo.

Deste modo, a antecedência dos efeitos positivos das exportações em relação aos demais componentes da demanda (Gráfico 1), e a evidente aderência da trajetória destes últimos em relação à primeira, revelam que, de um modo geral, quando as variáveis de demanda doméstica passaram a influir positivamente sobre o produto, o fizeram como resposta às variações da demanda externa, sendo, posteriormente auxiliados pelo crédito e pelo consumo das famílias.



Fonte: SCN, IBGE. Elaboração própria.

O arranjo particular entre cenário externo, política macro e de desenvolvimento, e sua articulação com o padrão de especialização produtiva vigente conferiram momentos distintos na trajetória da economia brasileira entre 2003 e 2005.

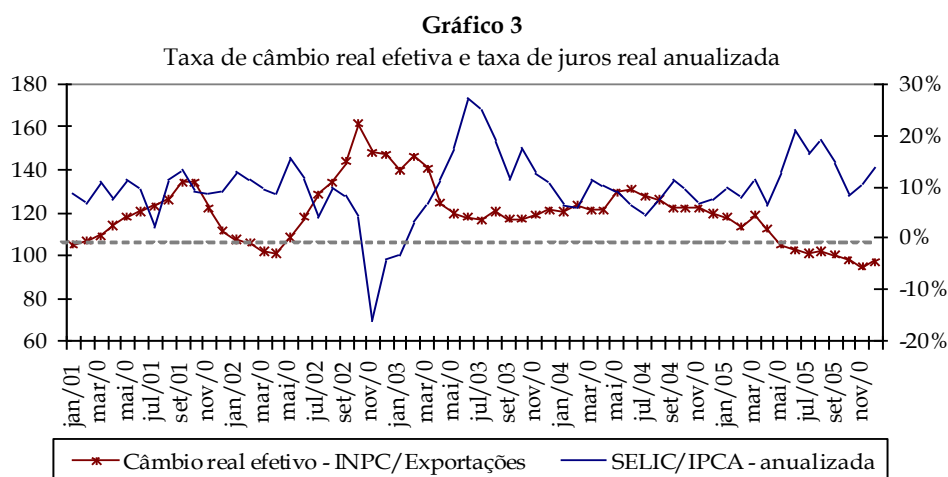
Num primeiro momento, o aumento da incerteza decorrente do processo eleitoral, o elevado patamar da taxa de câmbio associado a ele, mas também a um momento adverso da

¹³ O IBGE não disponibiliza o cálculo da contribuição dos componentes da demanda agregada à taxa de crescimento do PIB. Por este motivo construímos este indicador com base no valor nominal da demanda agregada e do PIB do último trimestre de 2005 e aplicamos as taxas de crescimento do índice encadeado com ajuste sazonal para os trimestres anteriores. Desta forma, obtivemos as contribuições à taxa real de expansão do PIB. Além disso, o cálculo para a variação de estoques foi feito por diferença entre a taxa de expansão real do produto e a soma dos demais componentes da demanda agregada. Isto porque o IBGE também não divulga a taxa de crescimento real da variação de estoques com ajuste sazonal.

liquidez internacional, e a alta inflação, tiveram como consequência um maior rigor na condução das políticas monetária e fiscal. O primeiro semestre de 2003 foi, então marcado por uma forte retração da atividade econômica, fato que se verificou em praticamente todos os segmentos.

Passado o momento de elevada incerteza no plano político, sobretudo, em virtude da adoção irrestrita e acirramento da política macroeconômica do governo anterior, a economia brasileira começou a recuperar-se a partir do segundo semestre de 2003, mantendo um ritmo bastante elevado até o terceiro trimestre de 2004.

A recuperação daquele ano esteve associada, em parte, à forte expansão da economia mundial e à posição da taxa de câmbio, que ainda se encontrava desvalorizada nos primeiros meses de 2003¹⁴ e continuou em um patamar relativamente confortável entre janeiro e junho de 2004, quando comparado ao biênio 2001-2002. Por outra parte, a retomada dependeu também da redução da taxa de juros iniciada no segundo semestre de 2003. Queda que perdurou até setembro de 2004, quando o Banco Central tornou a elevar a Selic.



Fonte: BCB e IPEADATA. Elaboração própria.

A partir do último trimestre daquele ano, o nível de atividade econômica entrou em franca desaceleração, devido, basicamente, à combinação inadequada entre a posição da taxa de câmbio real efetiva e o nível elevado e em aceleração da taxa de juros. Na verdade, o que se verificou foi o efeito dos juros sobre o câmbio, de modo que ao mesmo tempo em que se elevava o patamar mínimo exigido de rentabilidade dos investimentos produtivos se deteriorava a rentabilidade das exportações, e dos bens produzidos domesticamente.

A desaceleração ocorreu praticamente sem interrupções até último trimestre de 2005, excetuando-se alguns episódios, em que a existência de alguma janela de oportunidade se abria

¹⁴ Dada a existência de defasagem temporal entre o valor da taxa de câmbio e a decisão de exportar, assume-se aqui que a taxa de câmbio relevante para compreender o desempenho das exportações em 2004 é aquela que vigorou ~~a maior parte do tempo~~ sobretudo, nos últimos seis meses de 2003.

para a ampliação de investimentos e em que se verificava uma melhora circunstancial do mercado de trabalho e do consumo das famílias.¹⁵

2.4 Análise Setorial

2.4.1 Agropecuária

O padrão de especialização produtiva engendrado nos anos 1990, assim como a emergência de novos e grandes demandantes de produtos primários, como a China, tem conferido ao setor agropecuário brasileiro bons resultados, em especial nos últimos cinco anos. Não obstante, algumas ocorrências adversas, acarretaram, a partir de 2004, taxas negativas de crescimento, fato que culminou com a forte retração do setor no ano passado.

As informações sobre o produto interno bruto da agropecuária nacional, compiladas pela Confederação Nacional da Agricultura e Pecuária (CNA) são bastante interessantes, pois têm o mérito de além de incluir o segmento de produtos primários ou básicos, avaliar o segmento a montante deste setor, isto é, o parque industrial que fornece bens de capital e insumos para o campo. Além disso, incorpora, também, o segmento à jusante, ou seja, sua rede de armazenamento, transporte, processamento, industrialização e distribuição.

Desde 2000, a agropecuária tem apresentado um desempenho muito bom, sobretudo, no que diz respeito ao agronegócio. Boa performance que se deve, especialmente, ao extraordinário resultado verificado nos segmentos de insumos e nas atividades de distribuição.

Tabela 4
Variação (%) da produção Agropecuária

Anos	Agropecuária				
	Básico	Agronegócio - Global			
		Total	Insumos	Indústria	Distribuição
2000	-0,9	0,1	3,0	1,0	-1,0
2001	4,7	1,9	4,2	-0,7	1,6
2002	11,5	8,4	14,2	5,4	7,2
2003	11,9	6,5	12,5	2,9	4,0
2004	-0,9	2,6	1,4	5,1	3,4
2005	-9,8	-4,7	-10,2	0,1	-3,3

Fonte: CNA.

A agricultura foi responsável pela maior parte do crescimento do setor agropecuário entre 2001 e 2003. A trajetória virtuosa esteve presente tanto no segmento de produtos básicos como no agronegócio. Entretanto, a partir de 2004 as atividades agrícolas começaram a enfrentar sérios problemas que culminaram em uma forte retração do segmento no ano passado. Em 2005 o PIB da agricultura sofreu uma retração de cerca de 15,5%, cujo principal determinante foi a queda dos preços médios reais, da ordem de 15%.

¹⁵ Veja a este respeito Amitrano, Cláudio Roberto. Crescimento do PIB e investimento: mudança nos rumos ou uma janela de oportunidade? *Política Econômica em Foco*, Campinas, n. 5, nov. 2004/abr. 2005. (Suplemento 3).

Tabela 5
Variação (%) da produção agrícola

Anos	Agricultura				
	Básico	Agronegócio - Global			
		Total	Insumos	Indústria	Distribuição
2000	-7,1	-2,0	-1,0	1,0	-2,9
2001	8,6	2,0	5,9	-1,2	1,3
2002	17,5	10,2	16,0	6,2	9,1
2003	16,0	7,6	15,2	3,6	4,9
2004	-1,7	2,9	1,0	5,4	3,9
2005	-15,5	-5,8	-15,1	0,5	-3,8

Fonte: CNA.

Até mesmo o agronegócio do setor agrícola obteve uma taxa negativa de variação do produto da ordem de 6%, sendo sua ocorrência mais intensa no segmento de insumos, cuja retração alcançou a marca de 15%.

A pecuária também vinha apresentando excelentes resultados nos últimos cinco anos, embora mais modestos que os da agricultura. Em 2005, a recessão também chegou ao setor, ainda que de maneira menos vigorosa. Com taxas negativas de variação situadas em 1,5% e 1,9%, na oferta de produtos básicos e no agronegócio, respectivamente, o setor registrou retração generalizada em todos os elos da cadeia produtiva.

Tabela 6
Variação (%) da produção pecuária

Anos	Pecuária				
	Básico (3)	Agronegócio - Global (4)			
		Total	Insumos	Indústria	Distribuição
2000	7,2	5,2	9,8	1,2	3,5
2001	0,3	1,5	1,5	2,5	2,2
2002	4,2	4,3	11,3	1,3	3,2
2003	6,2	3,9	8,1	-1,0	2,2
2004	0,4	1,7	2,1	3,1	2,3
2005	-1,5	-1,9	-1,7	-2,1	-2,3

Fonte: CNA.

A piora nos indicadores da agropecuária, tanto nos produtos básicos quanto no agronegócio, parece ser o reflexo de problemas distintos que, de certa forma encontram-se relacionados a episódios particulares da conjuntura internacional, ao arranjo e manejo da política macroeconômica e às limitações da política de desenvolvimento, tais como: i) a elevação dos custos dos produtos, decorrente do aumento nos preços dos combustíveis, fertilizantes e outros insumos; ii) a excessiva valorização do real; iii) o alto patamar dos juros de mercado; e iv) a falta de investimentos em infra-estrutura física que tem repercutido negativamente sobre a rentabilidade do setor.

2.4.2 Indústria

A performance da indústria é certamente central para a compreensão da trajetória da atividade econômica. Senão pelo seu tamanho, pelo menos por sua capacidade de induzir o crescimento, gerar saldos comerciais externos, bem como devido à sua capacidade de promover inovações tecnológicas.

O triênio 2003-2005 foi marcado por uma melhora no desempenho industrial, vis a vis o período 1999-2002, em particular, na indústria de transformação. De um modo geral, a diferença esteve associada à peculiaridade da combinação dos três elementos condicionantes do crescimento. Dois fatores foram essenciais para esta performance: o excepcional crescimento da economia e do comércio mundiais e o surgimento de novos instrumentos de crédito, sobretudo, para pessoa física.

Durante o governo Lula, a produção industrial foi comandada pelos setores de bens de capital e de consumo durável, acompanhada por uma relativa estabilidade da expansão dos segmentos produtores de bens intermediários, assim como de bens semi e não duráveis.

As taxas médias de crescimento nas categorias de uso que comandaram a expansão industrial situaram-se, respectivamente, entre 8% e 12%, patamar muito superior ao do quadriênio 1999-2002. No caso dos bens de capital, contaram a redução da taxa de juros, a partir de meados de 2003 e a melhor inserção externa do setor máquinas e equipamentos.

Tabela 7
Indicadores conjunturais da indústria, segundo setores e categoria de uso

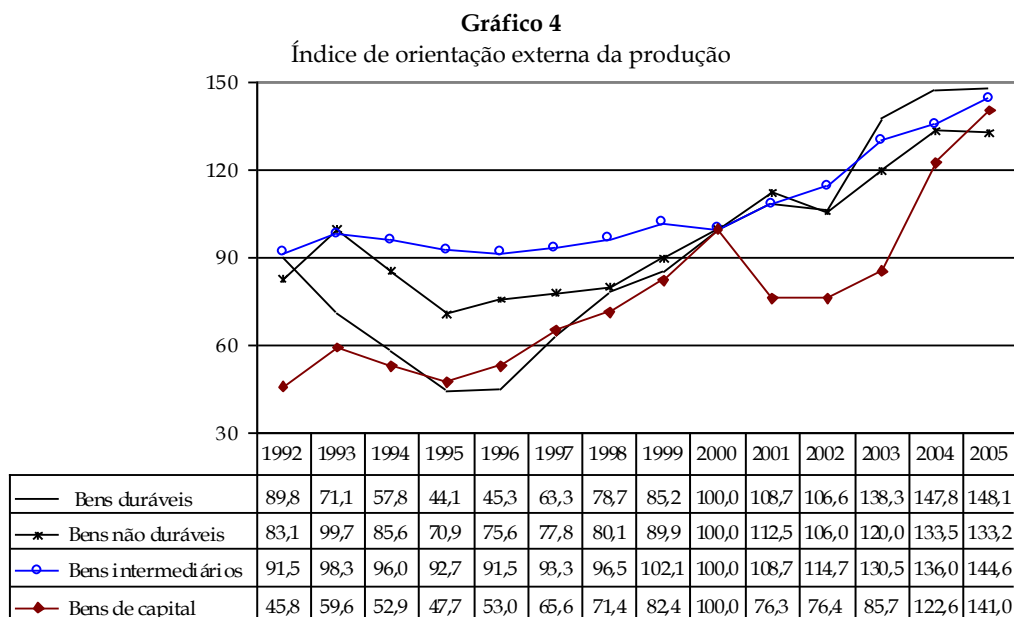
Setores	Períodos		Anos		
	1999-2002	2003-2005	2003	2004	2005
Indústria Geral	2,5	3,8	0,0	8,3	3,1
Indústria Extrativa	10,5	6,4	4,7	4,3	10,2
Indústria de Transformação	1,5	3,6	-0,2	8,5	2,7
Categorias de Uso					
Bens de capital	2,4	8,2	2,2	19,7	3,6
Bens intermediários	3,1	3,4	2,0	7,4	0,9
Bens de consumo	0,8	3,5	-2,7	7,3	6,0
- Duráveis	3,3	11,8	3,0	21,8	11,4
- Semiduráveis e não duráveis	0,3	1,5	-3,9	4,0	4,6
- Semiduráveis	-2,6	-3,4	-11,2	3,1	-1,6
- Não duráveis	4,7	3,8	-0,3	3,3	8,6

Fonte: PIM-PF, IBGE. Elaboração própria.

De fato, a partir de 1999, com a desvalorização do real, parte dos produtores brasileiros começou a buscar novos mercados. Esta nova inserção internacional foi, sem dúvida, um elemento crucial para o setor, ao ampliar o leque de opções para distribuição de seus produtos. Até 2002, seu saldo comercial era amplamente negativo. Porém, a situação começou a mudar, já em 2003, quando as vendas externas superaram ligeiramente as importações. No ano seguinte, este segmento

alcançou um elevado superávit comercial impulsionado, principalmente, por um incremento anual no quantum exportado da ordem de 71%, o maior desde 1974, segundo a Funcex.

Os dados relativos ao índice de orientação externa da produção confirmam a mudança na estratégia das empresas do setor de bens de capital a partir de 2004. Este indicador mostra a razão entre o quantum exportado e a produção física.¹⁶ Valores superiores a 100 indicam que, na média do ano, o quantum exportado excedeu a produção física e vice-versa.



Fonte: PIM-PF, IBGE e Funcex. Elaboração própria.

No caso da produção de duráveis, ~~há que se notar que também~~ os resultados do comércio exterior ~~também~~ foram importantes. Mas neste caso, a maior expansão ocorreu em 2003, alterando o nível das vendas externas e orientando as decisões de produção do segmento, para os anos subsequentes, em direção a este novo patamar. É importante notar que, neste caso, as Empresas Transnacionais (ETs) tiveram um papel muito relevante, ao redefinirem suas estratégias de vendas para as exportações, em face do baixo dinamismo do mercado interno.¹⁷

Tão importante quanto este aspecto, foi a ampliação das diversas modalidades de crédito para pessoa física que ocorreu em virtude da consolidação de novos instrumentos creditícios, bem como da evolução favorável do mercado de trabalho.¹⁸

A melhora no cenário internacional teve impacto em todas as categorias de uso, inclusive nos segmentos de semi e não duráveis. Entretanto, para estes segmentos, a opção pelo mercado

¹⁶ Este indicador foi construído a partir de dados mensais, dividindo-se o índice de quantum exportado (base: setembro de 2000 = 100) pelo índice de produção física (base: setembro de 2000 = 100), por categorias de uso. O índice apresentado no gráfico corresponde à média, no ano, do índice mensal.

¹⁷ Para maiores informações, veja a Seção IV deste boletim: Prates, Daniela. A inserção externa da economia brasileira no governo Lula. *Política Econômica em Foco*, Campinas, n. 7, nov. 2005/abr. 2006.

¹⁸ Voltaremos a este ponto nas seções “Crédito, renda e comércio” e “O baixo dinamismo do mercado de trabalho”.

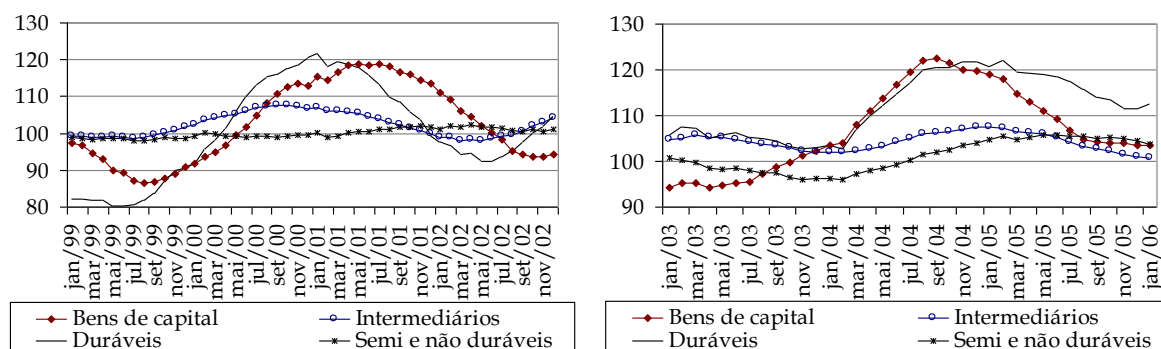
externo adveio, como decorrência da longa estagnação da massa salarial e da perda de participação dos salários no PIB nos últimos anos.

No triênio 2003-2005, a expansão destas atividades também foi auxiliada pela melhora no mercado de trabalho, sobretudo, quando comparada ao péssimo desempenho dos indicadores de emprego e renda do período anterior.

De qualquer forma, a mudança na combinação dos elementos determinantes do crescimento não afetou significativamente a trajetória da indústria. Não por acaso, a evolução do índice de produção física, acumulado em 12 meses, segundo categorias de uso, é muito semelhante à verificada entre 1999 e 2002.

Gráfico 5

Índice de Produção industrial, acumulado 12 meses, por categorias de uso (Base: 12 meses anteriores = 100)



Fonte: PIM-PF, IBGE. Elaboração própria.

Em ambos os momentos, após uma forte aceleração, resultante de alguma particularidade da combinação entre cenário externo, política macroeconômica e política de desenvolvimento, os índices tornaram, rapidamente, a desacelerar, confluindo para valores próximos aos do patamar que vigorava anteriormente.

Apesar desta semelhança, houve mudanças importantes no que tange aos setores que apresentaram maior dinamismo entre o período atual e o anterior. Cabe destacar, sobretudo, o excelente desempenho e, em alguns casos, a inversão do sentido, das trajetórias de segmentos como: máquinas para escritório e equipamentos de informática; veículos automotores; material eletrônico, aparelhos e equipamentos de comunicações; máquinas e equipamentos; produtos farmacêuticos e outros produtos químicos; assim como máquinas, aparelhos e materiais elétricos.

Tabela 8

Variação (%) da produção física da indústria, por setores de atividade

Setores	Períodos		Anos		
	1999-2002	2003-2005	2003	2004	2005
Indústria geral	2,5	3,8	0,1	8,3	3,1
Indústria extrativa	10,5	6,4	4,7	4,3	10,2
Indústria de transformação	1,5	3,6	-0,2	8,5	2,7
<i>Máquinas para escritório e equipamentos de informática</i>	<i>0,0</i>	<i>19,1</i>	<i>8,0</i>	<i>33,6</i>	<i>17,3</i>

<i>Veículos automotores</i>	1,3	13,1	4,3	29,9	6,8
<i>Material eletrônico, aparelhos e equipamentos de comunicações</i>	-2,0	10,6	0,5	17,8	14,2
<i>Outros equipamentos de transporte</i>	19,5	8,3	9,2	10,3	5,5
<i>Máquinas e equipamentos</i>	4,6	6,5	5,3	16,1	-1,4
<i>Celulose, papel e produtos de papel</i>	3,4	5,8	6,3	7,9	3,1
<i>Diversos</i>	0,0	5,7	-1,7	10,8	8,4
<i>Máquinas, aparelhos e materiais elétricos</i>	5,3	5,5	1,8	7,1	7,9
<i>Perfumaria, sabões, detergentes e produtos de limpeza</i>	2,6	5,4	0,9	11,9	3,7
<i>Fumo</i>	-16,3	3,3	-6,4	18,9	-0,9

Continua...

Tabela 8 – Continuação

Setores	Períodos		Anos		
	1999-2002	2003-2005	2003	2004	2005
<i>Edição, impressão e reprodução de gravações</i>	0,0	3,1	0,7	-2,4	11,3
<i>Outros produtos químicos</i>	-0,8	2,9	3,0	7,0	-1,3
<i>Madeira</i>	3,5	2,7	5,3	7,7	-4,5
<i>Bebidas</i>	-2,2	2,6	-4,1	5,8	6,4
<i>Equipamentos de instrumentação médico-hospitalar, ópticos e outros</i>	0,0	2,5	-3,1	8,3	2,6
<i>Metalurgia básica</i>	2,9	2,4	6,0	3,4	-2,0
<i>Farmacêutica</i>	3,0	2,2	-7,6	1,0	14,4
<i>Minerais não metálicos</i>	-1,2	1,3	-3,6	4,9	2,8
<i>Produtos de metal – exclusive máquinas e equipamentos</i>	1,5	1,2	-5,5	10,0	-0,2
<i>Alimentos</i>	2,2	1,1	-1,4	4,1	0,6
<i>Têxtil</i>	0,7	1,0	-4,5	10,1	-2,1
<i>Borracha e plástico</i>	-0,6	0,9	-3,5	7,8	-1,2
<i>Refino de petróleo e álcool</i>	-0,3	0,5	-2,2	2,3	1,5
<i>Mobiliário</i>	1,5	-0,8	-9,2	6,9	0,5
<i>Calçados e artigos de couro</i>	-1,6	-3,6	-9,6	2,3	-3,2
<i>Vestuário e acessórios</i>	-0,1	-5,4	-12,2	1,6	-5,0

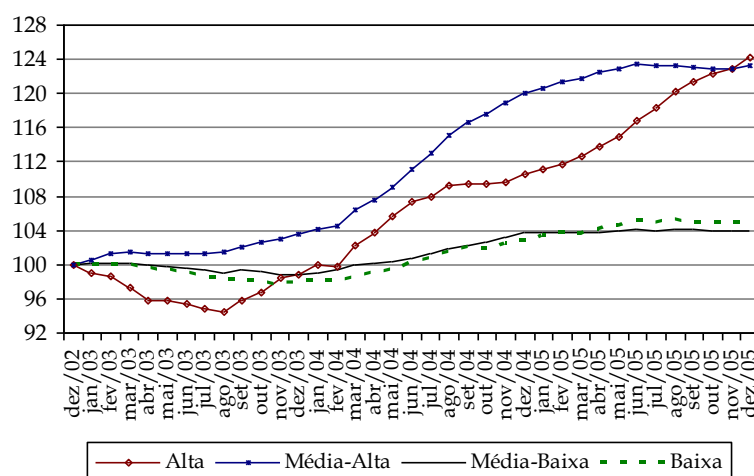
Fonte: PIM-PF, IBGE. Elaboração própria.

A performance de grande parte destes segmentos esteve associada, por um lado, ao crescimento do comércio mundial de seus produtos. Por outro lado, correspondeu à criação de um conjunto de instrumentos atinentes à política de desenvolvimento, em especial aqueles relacionados, à promoção das exportações, ao crédito para pessoa física e aos mecanismos de incentivo da política industrial.

De fato, um aspecto que merece destaque no período atual se refere aos impactos da política industrial, tecnológica e de comércio exterior sobre o tipo de especialização produtiva da economia brasileira.

De acordo com os dados do IEDI,¹⁹ a partir de 2004, constata-se uma aceleração da produção física da indústria nos segmentos mais intensivos em tecnologia relativamente aos demais. Em 2005, aliás, o segmento que apresentou maior expansão foi, inclusive, o de alta intensidade tecnológica, com uma taxa acumulada em 12 meses da ordem de 12,5%, com destaque para as atividades de equipamentos de informática (17,3%), farmacêutica (14,6%), assim como material eletrônico, aparelhos da linha marrom e equipamentos de telecomunicações (14,2%).

Gráfico 6
Produção industrial por segmento de intensidade tecnológica
Acumulado em 12 meses (base: 2002=100)



Fonte: IEDI (2006). Elaboração própria.

Este fato tem se revelado, inclusive, na melhora do saldo comercial, por intensidade tecnológica. Em 2005, os segmentos de intensidade alta e média-alta, apresentaram as maiores taxas de crescimento das exportações, segundo o MDIC. Entretanto, outra pesquisa do IEDI²⁰ revela que, no que tange ao desempenho externo, a contribuição da política de desenvolvimento ainda parece ser relativamente modesta, sendo o dinamismo do comércio mundial o fator mais importante.

Ademais, o baixo peso dos setores de alta e média-alta tecnologia na estrutura produtiva, herdada do período FHC, faz com que os impactos do crescimento acelerado destas atividades sobre produção física e mesmo sobre o comércio exterior sejam muito pequenos.

Tabela 9
Peso das atividades econômicas na produção física industrial,
segundo a intensidade tecnológica

Alta	8,9
Média-Alta	25,1

¹⁹ IEDI. *Concentração e desigualdade na evolução da indústria: análise setorial e por intensidade tecnológica*. Mar. 2006.

²⁰ IEDI. *O comércio exterior brasileiro em 2005*. Mar. 2006b.

Média-Baixa	25,3
Baixa	35,8
Indústria de transformação	95,1
Indústria extrativa	4,9
Indústria geral	100,0

Fonte: IEDI (2005). Elaboração própria.

Atualmente, os segmentos de intensidade tecnológica média-baixa e baixa representam mais de 60% da produção industrial brasileira. É este peso que define o tipo de especialização produtiva e padrão de inserção no comércio exterior.

Uma mudança deste eixo estrutural requer uma maior amplitude e profundidade dos mecanismos de incentivo fiscal e creditício, atualmente em vigor, bem como uma maior estabilidade dos preços-chave macroeconômicos como juros e câmbio. As atividades intensivas em tecnologia são, por sua própria natureza, propensas a riscos mais elevados, decorrentes da incerteza quanto aos resultados dos processos de inovação. Se a esta incerteza, de caráter microeconômico, se adiciona uma elevada instabilidade do ambiente macro, estas atividades tendem a se retrair. Este tipo de evento pode, inclusive, ser constatado na trajetória da produção de alguns bens de capital relacionados às atividades de P&D, no período recente.

2.4.3 O setor bens de capital

O setor de bens de capital tem um papel central para o desenvolvimento econômico. Isto porque, por um lado, tem como característica uma elevada capacidade de difusão do progresso técnico, pois participa de todas as cadeias produtivas. Por outro lado, sua presença disseminada na economia aumenta os efeitos de encadeamento para frente e para trás, elevando o efeito multiplicador de uma expansão primária dos gastos.

Entretanto, a marca principal de sua trajetória no período recente tem sido uma profunda desigualdade na performance de cada um dos segmentos que compõe o setor. Tal fato se deve à existência de distintas motivações dos agentes no que se refere à decisão de investimento. Para os agentes privados, a evolução das variáveis que influenciam a rentabilidade, os custos de financiamento e de oportunidade dos empreendimentos, tem um papel central. Além disso, em alguns setores, o grau de interação com o poder público e a existência de garantias concernentes a incentivos fiscais, a estabilidade das regras contratuais e etc., também jogam um papel importante. Para os agentes públicos, a decisão de investimento depende da orientação política e do projeto estratégico de desenvolvimento, da magnitude da restrição fiscal, bem como da agilidade da burocracia, entre outras.

É importante notar que, durante o triênio 2003-2005, a percepção governamental acerca da importância deste setor para a economia mudou. Isto porque, o atual governo incluiu a produção de bens de capital no conjunto das atividades prioritárias da política industrial. Entretanto, e apesar dos esforços já empreendidos, tanto no plano das isenções fiscais, como no âmbito do estabelecimento de novas linhas de financiamento, o desempenho do setor ainda é bastante modesto.

A taxa de crescimento da produção de bens de capital associada, estritamente, às decisões privadas de investimento, isto é, relativa aos bens de capital para fins industriais, agrícolas e, em grande medida, de uso misto, encontra-se ou em patamar semelhante ao do período anterior, ou em decréscimo vertiginoso, como no caso das máquinas e equipamentos para uso agrícola.²¹ A exceção sendo, apenas, o segmento de uso misto (Tabela 10).

No caso da produção de máquinas e equipamentos industriais seriados, isto é, produzidos em larga escala e de forma padronizada, o crescimento médio do setor foi apenas um pouco superior ao verificado durante o quadriênio 1999-2002. Já na produção de bens de capital industrial não seriado – produzidos segundo características técnicas associadas a um determinado processo produtivo – verifica-se uma pequena retração do setor no período atual. Ao passo que, ~~Nono~~ que tange às máquinas e equipamentos de uso misto, constata-se que o segmento passou de uma retração de 3%, entre 1999 e 2002, para um crescimento de 4%, no período atual.

É importante notar que Os bens seriados dependem apenas de economias estáticas de escala, enquanto os não seriados ou sob encomenda estão associados ao desenvolvimento da tecnologia do produto e, portanto, a economias dinâmicas.²²

Os dados para o triênio 2003-2005 parecem refletir o resultado de dois episódios distintos. O primeiro relacionado basicamente ao aumento de capacidade produtiva, decorrente do crescimento econômico de 2004. O segundo relativo à implementação, sobretudo em 2005, de um conjunto de medidas de incentivos fiscais e de financiamento para a inovação tecnológica como: a classificação nas despesas operacionais, das despesas com P&D; a exclusão do lucro líquido, de até 60% do valor dos dispêndios com P&D; a redução de 50% do IPI sobre máquinas e equipamentos destinados à pesquisa e desenvolvimento; a depreciação acelerada sobre bens de capital voltados para P&D; bem com as novas linhas de crédito direcionado do BNDES para investimentos associados à inovação tecnológica.

Tabela 10
Taxa de variação (%) da produção de bens de capital, segundo segmentos

Bens de Capital	Média do período ⁽¹⁾		Acumulado no ano		
	1999-2002	2003-2005	2003	2004	2005
Fins Industriais	5,8	6,8	4,7	16,1	0,3
- Seriados	5,9	7,9	6,7	20,2	-2,2
- Não-Seriados	-	-0,6	-4,8	-6,6	10,4
Uso Misto	-3,0	4,6	-3,5	14,8	3,4
Agrícolas	7,7	-6,9	21,9	6,4	-37,7
Peças Agrícolas	-	-28,3	28,6	-7,5	-69,0
Construção	-3,0	19,0	-7,6	38,0	32,0
Energia Elétrica	-	16,7	10,0	12,5	28,5
Equip. de Transporte	10,8	12,9	7,4	25,6	6,6

(1) Média geométrica da taxa de crescimento de cada ano, no período de referência.

Fonte: PIM – PF, IBGE. Elaboração própria.

²¹ Neste caso, é clara a associação entre a crise do setor, discutida na seção 2.4.1, e a queda na produção de bens de capital para o setor agrícola.

²² Veja, a este respeito, Alem, Ana Claudia; Pessoa, Ronaldo Martins. O setor de bens de capital e o desenvolvimento econômico: quais são os desafios? *BNDES Setorial*, Rio de Janeiro, n. 22, p. 71-88, set. 2005.

Não obstante, as medidas de incentivo da política industrial e tecnológica apenas fizeram com que o setor de bens de capital mais intimamente relacionado à inovação tecnológica (não-seriados) mal compensasse as perdas dos anos anteriores.

~~Mais uma vez, cabe notar que p~~Para estes setores, tão importante quanto as condições de financiamento, isenção fiscal e magnitude dos preços-chave, é a estabilidade das condições tanto macro como microeconômicas, uma vez que suas decisões de investimento padecem de uma dupla incerteza.

No caso dos bens de capital destinados ao setor agrícola a retração foi grande, tendo se acentuado em 2005, em face das enormes dificuldades por que vem passando a agropecuária nos dois últimos anos, conforme analisado na seção 2.4.1.

O único setor em que se pode afirmar a existência de uma melhora substancial de desempenho é aquele relacionado à produção de bens de capital para infra-estrutura, tais como construção, energia elétrica e equipamentos de transportes (Tabela 11). No caso dos segmentos de construção e energia elétrica, o aumento da produção esteve associado, fundamentalmente, à ação da política de desenvolvimento do governo. Contudo, reflete também o baixo patamar em que se encontravam os seus níveis de atividade, especialmente a construção civil, como atestam os dados sobre a evolução de seus insumos típicos que, entre 1999 e 2003 acumularam várias perdas.

Tabela 11
Desempenho da construção civil

Insumos típicos da construção civil	Acumulado no ano						
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Construção civil (geral)	-3,6	2,1	-2,3	-3,6	-6,1	5,7	1,3
- Cimento e clínquer	-1,2	-2,1	-4,1	-2,9	-14,7	5,8	9,3
- Laminados, relaminados e trefilados de aço	2,9	8,1	-2,2	4,8	4,6	3,5	-6,0
- Tubos de ferro e aço com costura, inclusive fundidos	-	-	-	-	7,4	-7,3	-4,8

Fonte: IBGE/DPE/Coordenação de Indústria. Elaboração própria.

De acordo com a última Sinopse do Investimento, do BNDES,²³ parece estar em curso um movimento de atualização de máquinas e equipamentos, semelhante à onda de modernização fabril observada nos anos 1990. Este movimento seria resultado da forte valorização da taxa de câmbio que tem propiciado um aumento do consumo aparente, sobretudo, das importações de bens de capital.

De fato, Amitrano (2005) já havia notado este fenômeno ao esclarecer que o aumento do investimento durante o terceiro trimestre de 2005 estava estritamente associado ao aumento das importações de bens de capital.

²³ BNDES. *Sinopse do Investimento*, n. 3, abr. 2006.

Entretanto, o aumento do consumo aparente tem ocorrido em meio a uma queda da produção doméstica de máquinas e equipamentos industriais que teve início no segundo trimestre de 2005 e perdura até hoje. Neste caso, será preciso cuidar, mais uma vez, para que os ganhos obtidos através dos esforços da política de desenvolvimento, não sejam perdidos pelos erros da estratégia cambial.

2.5 Crédito, renda e comércio

Um dos aspectos que diferencia o momento atual do anterior diz respeito à ampliação do consumo das famílias. Resultado da relativa melhora, em 2004, da renda e da consolidação de novos instrumentos de crédito pessoal, o aumento do consumo teve como principal consequência a recuperação do comércio varejista.

Os ramos de atividade associados ao comércio vinham apresentando perdas sistemáticas desde 2001. Este fenômeno, contudo atingiu seu clímax apenas em 2003, quando a política econômica tornou-se mais restritiva. Não, obstante, os bons ventos de 2004 também repercutiram no setor, propiciando, para a maior parte dos segmentos, a recuperação das perdas passadas.

Tabela 12
Variação (%) do volume de vendas do comércio varejista, por segmento

Segmentos	Acumulado no ano				
	2001	2002	2003	2004	2005
Comércio Varejista	-0,7	-1,6	-3,7	9,3	4,8
Veículos, motos, partes e peças	-17,0	-3,6	-7,2	17,8	1,6
Combustíveis e lubrificantes	5,6	-2,8	-4,3	4,7	-7,4
Hipermercados e supermercados	-1,2	0,9	-4,5	7,5	2,0
Tecidos, vestuário e calçados	-1,3	1,6	-3,1	4,7	5,9
Móveis e eletrodomésticos	-0,6	-1,3	-0,9	26,4	16,0

Fonte: PMC, IBGE. Elaboração própria.

Os subsetores que mais se destacaram no comércio varejista estão, em grande medida, em linha com aqueles que obtiveram melhor desempenho na indústria. Cabe destacar o expressivo crescimento do setor de móveis e eletrodomésticos, assim como o segmento de venda de veículos e peças.

Já as vendas nos hiper e supermercados, embora tenham crescido, tiveram expansão bem mais modesta. O mesmo tendo acontecido com o comércio de tecidos, vestuário e calçados. Na verdade, estes segmentos conseguiram pouco mais do que retornar o volume de vendas para os patamares do ano de 2000.

Estes fatos parecem corroborar com a tese de que, por um lado, os segmentos de atividade que produzem e/ou comercializam bens duráveis tiveram como aliado, a expansão do crédito. Por outro, a produção e a venda de bens de consumo semi e não duráveis, embora tenham se expandido, não contaram com auxílio da mesma magnitude. Estes produtos são altamente sensíveis às variações na renda, porém, o desempenho do mercado de trabalho esteve aquém do desejado e, certamente, do necessário para propiciar um aumento da atividade mais vigoroso.

Os dados desagregados sobre operações de crédito com recursos livres jogam luz sobre esta questão (Tabela 13). Primeiramente, cabe notar que, no triênio 2003-2005, o crédito para pessoa física se recuperou dos níveis deprimidos do período anterior. Esta performance foi resultado do surgimento de inovações financeiras, como o crédito consignado, e se configurou como uma reação à aguda crise verificada no segmento em 2002, principalmente, no que diz respeito ao crédito pessoal, ao financiamento imobiliário e ao financiamento de veículos.

A retomada do financiamento, como tudo mais na economia brasileira no período recente, foi mais intensa em 2004. Em 2005, o ritmo de aumento das operações totais de crédito para pessoa física foi bem mais modesto, ainda que em alguns ramos, como financiamento de veículos, a taxa de crescimento tenha se mantido bastante elevada. Há ainda aqueles, como o financiamento imobiliário e o cartão de crédito, em que as taxas ficaram ainda maiores.

Grande parte deste crescimento, contudo, se deve à estratégia agressiva dos bancos e financeiras e, no caso do cartão, pode estar associado ao esgotamento de outros mecanismos de crédito, tal como ocorrera em 2002.

Tabela 13
Operações de crédito com recursos livres para pessoa física
(preços de fevereiro de 2006 – IPCA)

Segmentos	Volume total (Estoque)			Concessões acumuladas (Fluxo) – variação (%)			
	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
Pessoas Físicas	101.101,20	120.807,90	156.901,50	0,3	9,4	13,4	3,8
- Cheque Especial	10.235,60	10.452,30	11.095,30	-6,5	-1,6	5,9	0,7
- Crédito Pessoal	34.994,80	46.311,50	64.143,30	-27,8	27	55,5	15,3
- Financiamento Imobiliário	1.584,70	1.152,20	966,6	-61,4	31,6	63	76,5
- Veículos	34.413,20	40.597,70	51.243,60	-17,7	46	63,4	54,2
- Cartão de Crédito	7.430,50	8.753,30	11.383,70	83,9	27,7	28	86
- Outros	12.442,50	13.541,00	18.069,00	13,2	17	15,1	24,9
Operações consignadas em folha ⁽⁵⁾	10.268,60	18.701,10	32.762,10	-	-	-	80,4
- Público	9.538,00	15.929,60	28.735,00	-	-	-	-
- Privado	730,6	2.771,50	4.027,10	-	-	-	-

Fonte: BCB. Elaboração própria.

O último trimestre de 2005 foi marcado por uma desaceleração bastante acentuada em quase todas os segmentos, chegando, inclusive, a se verificar queda no volume de concessões nos financiamentos a veículos e no crédito pessoal.

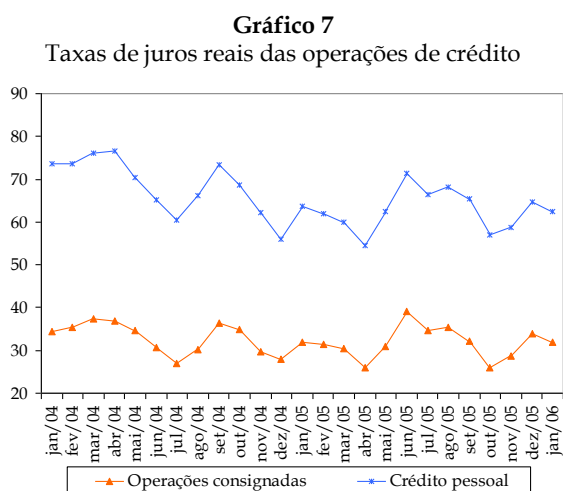
Atualmente, o segmento mais importante do crédito pessoal, do ponto de vista dinâmico, é o do crédito consignado, cujas taxas de juros, embora elevadas, equivalem praticamente à metade das praticadas no crédito pessoal.

Este setor tem apresentado taxas de crescimento muito elevadas, superiores a 80%, configurando-se como a possibilidade de negócio mais promissora dentre as atividades de crédito para pessoa física. Em 2005, sua contribuição já correspondia a cerca de 40% do crédito neste setor.

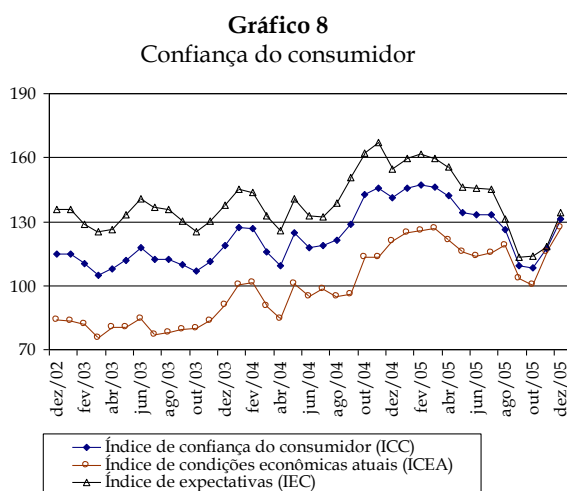
Não obstante, uma expansão de longo prazo do crédito para pessoa física, em geral, e do crédito consignado, em particular, depende que a taxa de crescimento da renda média real dos trabalhadores seja, pelo menos, equivalente à taxa de juros real. Caso contrário, mais cedo ou mais tarde, o grau de endividamento das famílias se tornará muito elevado e o peso dos encargos da dívida insuportável.

É importante notar que mais de 80% dos contratos de crédito consignado é feito por indivíduos do setor público, cujos níveis de renda, quando crescem, o fazem a taxas muito baixas. Ademais, o alto nível de desemprego e a elevada instabilidade do emprego no setor privado continuam sendo marcas do mercado de trabalho brasileiro que afetam significativamente a capacidade de pagamento dos agentes.

A explosão de novas concessões de crédito, verificada nos últimos anos esteve profundamente associada ao baixo volume de crédito da economia, mas também à possibilidade de trocar dívidas de altíssimo custo por outras mais baratas, ainda que muito caras (Gráfico 7). No último ano, a taxa de crescimento destas concessões reduziu significativamente, o que parece denotar alguma mudança de expectativa, por parte dos tomadores de crédito, decorrente do menor ritmo de expansão do produto, do emprego e da renda, bem como da manutenção de elevadas taxas de juros (Gráficos 7 e 8).



Fonte: BCB. Elaboração própria.



Fonte: Fecomércio.

De fato, o desempenho medíocre do mercado de trabalho, a renitência das taxas de juros em ceder do atual patamar estratosférico e a relativa deterioração na confiança dos consumidores parecem apontar para a redução do apetite por crédito, pelo menos no âmbito dos tomadores com ocupação no setor privado da economia.

Deste modo, a condução da política monetária e seus impactos sobre o crescimento da economia serão os elementos centrais na evolução do crédito, consumo das famílias e do comércio nos próximos anos.

3 Obstáculos ao crescimento

A esta altura já é possível identificar diversos elementos que se configuram como verdadeiros obstáculos à mudança do atual modelo de expansão para um regime de crescimento estável e de alto dinamismo.

Tais elementos podem ser agrupados em duas categorias. No primeiro grupo encontram-se aqueles elementos, sob os quais a capacidade de intervenção está ao alcance imediato dos *policy makers* e cuja repercussão é relativamente rápida.

A referência aqui diz respeito aos chamados fatores limitantes do investimento privado que dependem, em grande medida, do grau de utilização da capacidade produtiva, da margem de lucro dos investimentos, da rentabilidade equivalente dos ativos financeiros e do custo do crédito para inversões, assim como ~~da~~ posição-o nível e da volatilidade da taxa de câmbio real efetiva.

Todas estas variáveis, além de sua influência direta sobre o investimento, o afetam indiretamente, na medida em que a vigência de trajetórias positivas aumenta o grau de confiança e melhora o conjunto de expectativas sobre o futuro da economia. De todo modo, é possível alterar sua trajetória a partir do manejo menos ortodoxo da política monetária.

Há também um segundo grupo de obstáculos, cuja remoção exige uma ação estratégica e ordenada do Estado, com prazos de implementação relativamente mais longos. Dentre eles destacam-se o dinamismo do mercado de trabalho, os gargalos da infra-estrutura básica e a ação da política de desenvolvimento com vistas a alterações no padrão de especialização produtiva e de inserção na economia mundial.

3.1 Fatores limitantes do investimento

A decisão privada de investimento é resultado de uma comparação bastante específica: de um lado, está a taxa de retorno esperada do empreendimento, isto é, a relação entre o valor presente do fluxo de receitas esperadas e o custo de aquisição de um bem de capital; de outro, está a remuneração de um ativo alternativo qualquer ao ativo de capital. Decide-se investir enquanto a primeira for superior à segunda. Além disso, alguns fatores adicionais podem contribuir ou não para esta escolha, como, por exemplo, as expectativas quanto ao futuro da economia e dos negócios, o grau de endividamento das empresas e o custo de financiamento dos bens de capital. Portanto, os limites ao investimento privado só podem resultar de alterações na trajetória do conjunto ou de algumas destas variáveis.

Do ponto de vista teórico, para autores como Badhuri e Marglin (1990); Dutt (1994); Setterfield (2002); Blecker (2002) e Lima (2005)²⁴ a rentabilidade esperada do investimento pode ser

²⁴ Veja, a este respeito, Badhuri, Amit; Marglin Stephen. Profit squeeze and keynesian theory. In: Marglin, Stephen; Schor, Juliet (Ed.). *The golden age of capitalism*. Oxford: Clarendon Press, 1990. Dutt, Amitava. On the long-run stability of capitalist economies: implications of a model of growth and distribution. In: Dutt, A. K (Ed.). *New directions in analytical political economy*. Edward Elgar, 1994. Setterfield, Mark. *Introduction: a dissenter's view of the development of growth theory and the importance of demanded-led growth*. In: Setterfield, Mark. (Ed.). *The economics of demanded-led growth – Challenging the supply-side vision of the long run*. Edward Elgar, 2002. Blecker, Robert. Distribution, demand and growth in

inferida pela relação entre o grau de utilização da capacidade produtiva, como *proxy* da demanda, e a margem de lucro.²⁵

No caso brasileiro, é possível especular sobre a tendência da rentabilidade esperada dos investimentos, a partir da análise de algumas informações, tais como: as expectativas dos empresários; a relação entre preços no atacado e preços das máquinas e equipamentos; o inverso da taxa de crescimento do custo-massa real salários, como *proxy* da margem de lucro; e a evolução do grau de utilização da capacidade. Além disso, é possível avaliar a evolução do retorno dos ativos alternativos aos bens de capital, tomando como *proxy* a taxa Selic. Do mesmo modo, o custo de financiamento dos bens de capital pode ser estimado a partir da razão entre a TJLP e o índice de preços no atacado que, neste caso, mede a capacidade de pagamento das empresas.²⁶

De acordo com o estudo de Frischtak e Cavalcanti (2005²⁷), a taxa de investimento industrial no Brasil, nos últimos anos, tem sido influenciada de maneira decisiva por algumas das variáveis listadas acima. De fato, como é possível observar no Gráfico 9, existe uma relação direta entre a taxa de investimento, o grau de utilização da capacidade produtiva e a relação entre os preços no atacado de cada setor e os preços das máquinas e equipamentos. Esta última relação é representada, no gráfico, pelo diâmetro e pelo número dentro da circunferência.

Gráfico 9

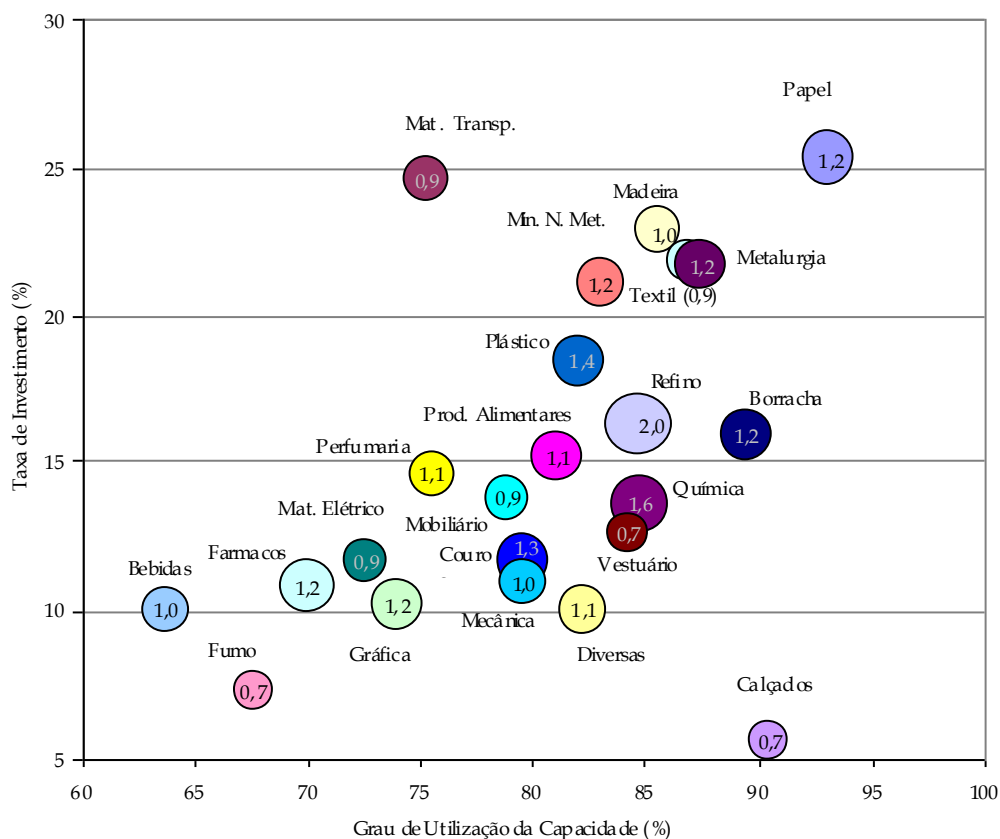
Taxa de investimento, grau de utilização da capacidade e índice de preços relativos dos bens de capital

neo-Kaleckian macro-models. In: Setterfield (2002). Lima, Gilberto T. *Functional distribution, capital accumulation and growth in a non-linear macroeconomic model*. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 33, Natal, RN, dez. 2005

²⁵ Do ponto de vista contábil a rentabilidade de um empreendimento pode ser entendida como função tanto da margem de lucro como do grau de utilização da capacidade produtiva. Seja “R” a massa de lucros, “Z” o valor da produção, “K” o estoque de capital, “Y” a capacidade produtiva, então a taxa de lucro pode ser definida como se segue: Seja $r = R/K$ e multiplicando o segundo membro da equação por Z/Z e por Y/Y temos que: $r = (R/K) \times (Z/Z) \times (Y/Y)$, que manipulando algebricamente fornece a equação de rentabilidade: $r = (R/Z) \times (Z/Y) \times (K/Y)$, onde R/Z é a margem de lucro; Z/Y é o grau de utilização da capacidade produtiva e K/Y é a relação capital produto, que por hipótese é constante.

²⁶ Neste caso, é importante notar que quanto maior for a razão entre a TJLP e o IPA, menor será a capacidade de pagamento, de uma firma industrial, dos custos de um eventual financiamento para aquisição de bens de capital.

²⁷ Veja, a este respeito, Frischtak, Cláudio R.; Cavalcanti, Marco Antônio F. H. *Incentivos fiscais e investimentos no Brasil: uma análise das mudanças recentes*. São Paulo: IEDI, fev. 2005.



Fonte: Frischtak e Cavalcante (2005). Elaboração própria.

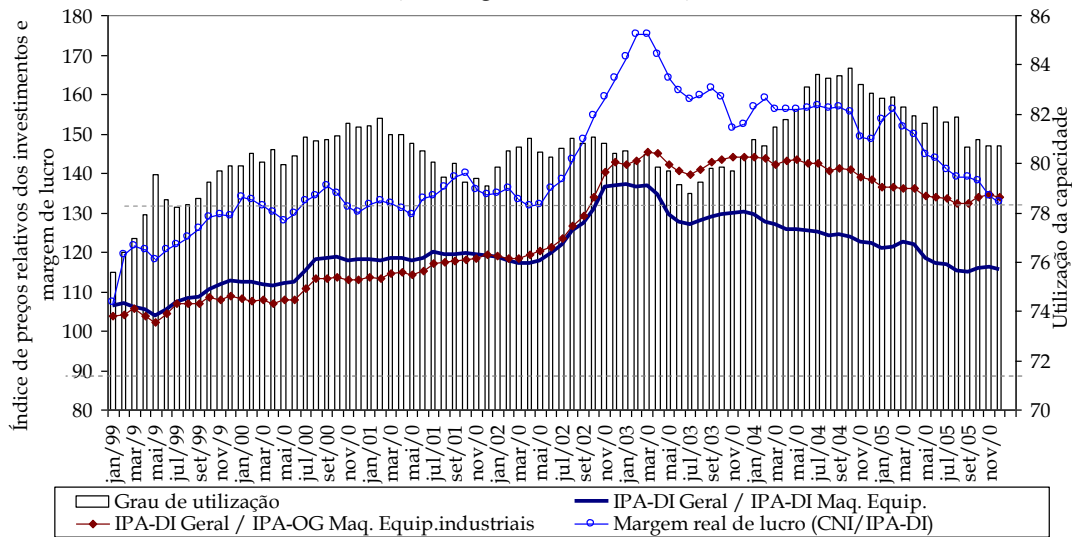
A partir de meados de 2002 verificou-se na economia brasileira um crescimento muito intenso dos fatores que afetam a rentabilidade efetiva dos empreendimentos. Aliás, para patamares bastante superiores aos avaliados como normais. Assim, se for possível considerar a rentabilidade efetiva como uma boa aproximação da rentabilidade esperada, então, pode-se dizer que o aumento dos investimentos, no período recente, esteve profundamente associado a este fenômeno.

O maior retorno das inversões foi o resultado, por um lado, do mecanismo de transmissão dos choques de preços internacionais e das variações da taxa de câmbio, de 1999 a 2002, aos preços no atacado. Por outro lado, respondeu ao aumento do grau de utilização da capacidade produtiva provocado, inicialmente, pela expansão das exportações. Fato que, num segundo momento, se intensificou em função do transbordamento do dinamismo externo aos segmentos do mercado interno articulados às cadeias produtivas dos setores exportadores, bem como em decorrência de seus efeitos indiretos sobre o aumento de emprego e renda.

Além disso, as margens de lucro também se expandiram, uma vez que os salários nominais cresceram a um ritmo bastante inferior ao verificado pela evolução dos preços no atacado.

Gráfico 10

Grau de utilização da capacidade, índice de preços relativos dos investimentos e margem real de lucro⁽¹⁾.
(base: Agosto de 1994 = 100)



(1) A margem real de lucro (L) foi calculada a partir do inverso da taxa de crescimento do custo real dos salários $[\Delta(W/IPA)]$, sem ajuste sazonal da CNI, de modo que: $L = 100 * (1/[1+\Delta(W/IPA)])$.

Fonte: CNI e *Conjuntura Econômica*, FGV. Elaboração própria.

Entretanto, os indicadores de preços relativos, a margem de lucro e a utilização de capacidade têm apresentado sinais de arrefecimento, já há algum tempo. Evidência que fornece indícios sobre a perda de dinamismo dos investimentos, decorrente da reversão do choque de preços e de câmbio a favor dos produtos industriais, ocorrida em 2003, bem como devido ao fato de que parte dos investimentos realizados, nos últimos anos, já se encontra em plena operação, restabelecendo os níveis normais de utilização da capacidade.

Este movimento parece ser um dos responsáveis pela desaceleração no ramo produtor de bens de capital e que tem conduzido o setor para níveis de atividade mais baixos. A ação mais flexível de política monetária ~~mais flexível~~, condizente com a desaceleração do crescimento poderia, com alguma defasagem temporal, minimizar os efeitos deste fenômeno.

Suas conseqüências, contudo, fariam mais do que restabelecer o nível da rentabilidade dos ativos de capital associados às atividades econômicas domésticas, pois teriam repercussão importante sobre a taxa de câmbio e, conseqüentemente, sobre a rentabilidade das exportações.

Sobre este aspecto, é importante notar que a rentabilidade das vendas externas tem caído de maneira sistemática, afetando todas as atividades que, seja por conta do novo patamar cambial²⁸ que passou a vigorar a partir de 1999, seja devido ao mau desempenho do mercado interno nos últimos anos, procuraram acessar os mercados internacionais de bens e serviços.

Gráfico 11

Relação câmbio/salário e Produtividade (Base: Janeiro de 2001 = 100)

²⁸ Para uma discussão mais detalhada sobre os determinantes e a evolução da taxa de câmbio, veja, neste boletim: Prates (2006); Fahri, Marvse. O impacto dos ciclos de liquidez no Brasil: Mercados financeiros, taxa de câmbio, preços e polític

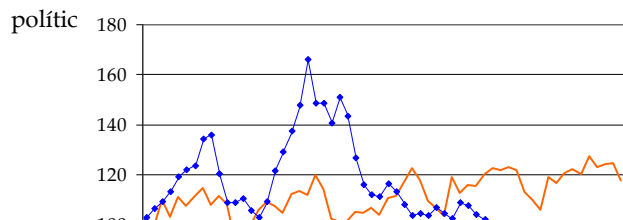
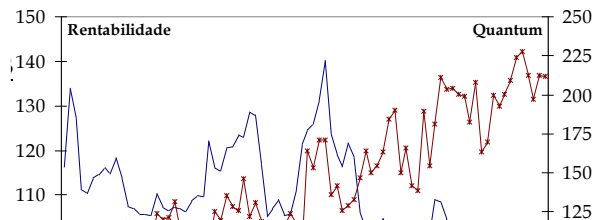


Gráfico 12

Rentabilidade e Quantum das exportações

(Base: Agosto de 1994 = 100)



Este, por certo, é um tema da maior relevância, pois as exportações representam o componente da demanda agregada mais dinâmico, no atual ciclo de crescimento. ~~Neste caso, a situação, neste caso~~ parece grave, pois, por um lado, o quantum exportado, cada vez menos é capaz de fazer face à queda na rentabilidade.²⁹ Por outro, o aumento dos custos dos exportadores, em virtude da deterioração da relação câmbio-salário, não tem sido mais compensado pela elevação da produtividade industrial.³⁰

O problema da rentabilidade das exportações, ~~de um ponto de vista estrutural~~, não pode, ~~evidentemente~~, ser resolvido apenas com manipulações na taxa de juros, tampouco com intervenções ao acaso do Banco Central no mercado de câmbio. Necessita, isto sim de uma estratégia distinta para a operação do regime de câmbio, que assegure um nível adequado para a paridade, assim como, minimize a elevada volatilidade das cotações. Não obstante, é possível, no âmbito do atual regime macroeconômico, evitar valorizações excessivas do câmbio mediante um manejo ou forma de operação dos instrumentos de política macro mais adequados.

Dentre os fatores que podem ser alterados pelo manejo das autoridades públicas, em prazo relativamente curto, merecem especial atenção àqueles relacionados à rentabilidade alternativa dos ativos financeiros e ao custo do novo investimento.

²⁹ A rentabilidade das exportações é calculada a partir da taxa de câmbio nominal média do mês (R\$/US\$) corrigida pela relação entre o índice de preço das exportações totais e o índice de custo para o total das exportações. Segundo a Funcex, "O índice de custo total agrega 31 setores elaborados a partir da estrutura de custos dos setores produtivos derivada da Matriz Interindustrial de 1995 do IBGE (MRI-95." (2005, p. 13). Veja, a este respeito: Funcex. *Boletim de Comércio Exterior*, ano IX, n. 7, jul. 2005.

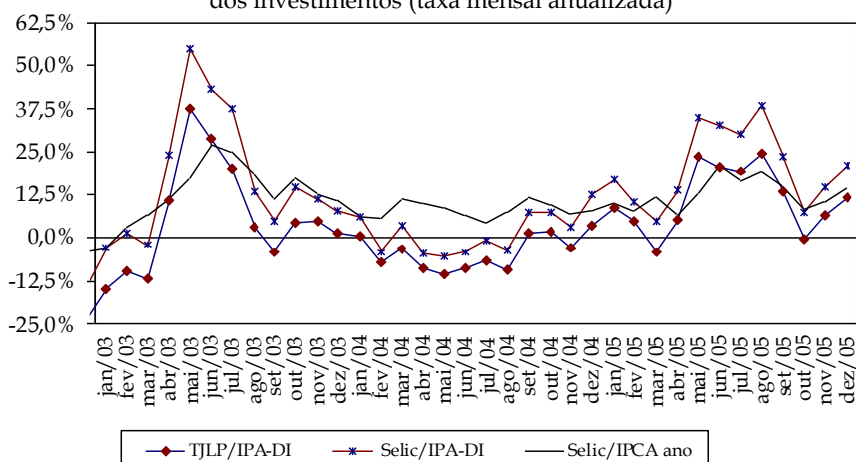
³⁰ O crescimento da produtividade está associado, em parte, à trajetória de expansão do produto, conforme a lei de Kaldor-Verdoon. De acordo com Kaldor (1966), a lei de Verdoon afirma que a taxa de crescimento da produtividade é tanto maior quanto mais intensa for a taxa de expansão do produto. Isto se deve à existência de retornos crescentes de escala na produção industrial. Veja a este respeito Kaldor, N. *Causes of the slow rate of economic growth in the United Kingdom*, 1966, reimpresso em Targetti, F.; Thirwall, A. P. *The essential Kaldor*. Holms & Meier Publishers Inc., 1989. Para uma análise sobre a aplicação da lei de Kaldor-Verdoon à economia brasileira no período recente veja: Feijó, Carmen A.; Carvalho, Paulo G. M. Uma interpretação sobre a evolução da produtividade industrial no Brasil nos anos noventa e as "leis" de Kaldor. *Nova Economia*, Belo Horizonte, v. 12, n. 2, p. 57-78, jul./dez. 2002.

Como já se disse, toda decisão de adquirir bens de capital, no fundo, diz respeito às distintas formas de alocação da carteira de ativos dos agentes. Deste modo, a existência de ativos alternativos com rentabilidade muito elevada limita as decisões de investimento. Este é o caso, por exemplo, dos títulos públicos, cuja remuneração está vinculada, na maioria dos casos à taxa Selic.

As oscilações da taxa real de juros tiveram repercussões evidentes na economia ao longo do triênio 2003-2005. No início do período, seus valores muito altos levaram, em conjunto com outros elementos já descritos, a economia a pique. Durante a maior parte do ano 2004, as taxas reais mais moderadas se configuraram em um elemento importante no processo de expansão.

Gráfico 13

Custo real do financiamento e de oportunidade dos investimentos (taxa mensal anualizada)



Fonte: Ipea. Elaboração própria.

A desaceleração do ano passado, tampouco passou incólume pelas desventuras da política monetária e, a esta altura, mesmo os mais crédulos não devem deixar de reconhecer que a elevação da Selic, iniciada em setembro de 2004, teve sua cota de responsabilidade. O mais preocupante, porém, é que mesmo em meio à queda, sistemática, dos juros nominais nos últimos meses, a taxa real voltou a subir no final do ano passado, mantendo a competição desleal entre a rentabilidade dos ativos financeiros e os de capital. Aqui, mais do que em qualquer lugar, fica evidente a capacidade de intervenção do governo e de alteração do quadro num prazo relativamente exíguo.

Finalmente, também está aberta às autoridades públicas a possibilidade de alteração do custo de financiamento dos investimentos, a partir da redução da TJLP, taxa que baliza os empréstimos dirigidos, principalmente os do BNDES e representa o custo de financiamento do investimento no Brasil. A TJLP, embora tenha caído em termos nominais, tem subido em termos reais, em face da trajetória de inflação, fato que se acrescenta aos limites ao investimento privado.

3.2 O baixo dinamismo do mercado de trabalho

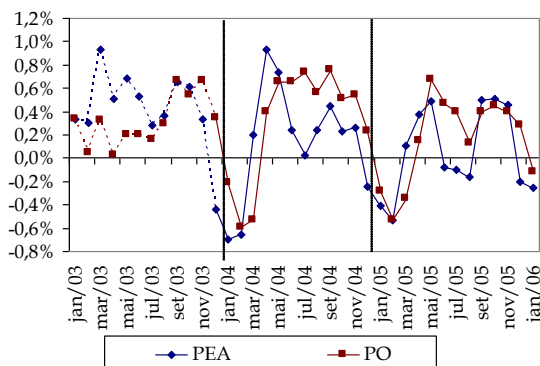
A trajetória do mercado de trabalho é, ao mesmo tempo, um símbolo das conseqüências deletérias do modelo de crescimento instável de baixo dinamismo que vigora no Brasil, assim como um dos elementos mais importantes na sua superação.

Isto porque, o aumento da parcela da massa salarial, em economias em que a participação dos salários na renda nacional é baixa, pode ter um impacto positivo sobre crescimento, como têm

salientado alguns modelos teóricos pós-keynesianos [de crescimento e distribuição](#), tais como os de Lima (1999; 2005) e Oreiro e Gottlieb(2003).³¹

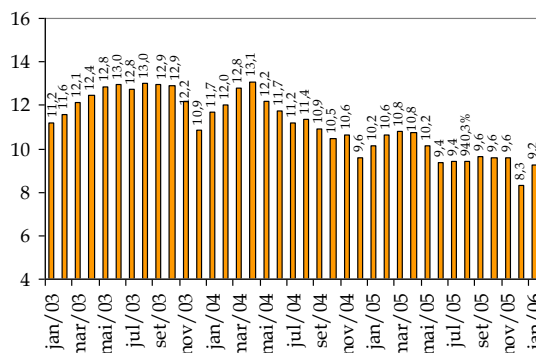
Durante os três anos em que a economia esteve sob a gestão do governo Lula, o mercado de trabalho obteve resultados superiores aos do período precedente, com redução das taxa de desemprego para a casa de um dígito ([Gráficos 14 e 15](#)).

Gráfico 14
Variação (%) da PEA e da PO (média móvel trimestral)



Fonte: PME, IBGE. Elaboração própria.

Gráfico 15
Taxa de desemprego



Fonte: PME, IBGE. Elaboração própria.

De fato, as taxas de crescimento da ocupação, sobretudo com carteira e em atividades mais dinâmicas, como a indústria e os serviços às empresas foram, em geral, positivas e estiveram em patamares relativamente elevados para a história recente ([Tabela 14](#)).

A evolução positiva do número de postos de trabalho esteve, em grande medida, associado ao maior crescimento do produto, ao passo que, a melhora na qualidade da ocupação respondeu, parcialmente, ao aumento da eficiência da fiscalização do ministério do trabalho, bem como às próprias trajetórias setoriais.

Tabela 14
Indicadores do mercado de trabalho - Variação (%)

Variáveis	Anual		
	2003	2004	2005
PEA	5,1	1,9	1,0
População Ocupada	4,7	3,4	2,4
População Desocupada	8,8	-10	-12,3
<i>Posição na Ocupação</i>			
Com carteira ¹	-1,6	4,2	6,5
Sem carteira ¹	12,6	6,2	-2,6
Conta própria	9,6	0,1	-0,3
Empregador	20,1	-2	3,4

³¹ Lima, Gilberto T. Progresso tecnológico endógeno, crescimento econômico e distribuição de renda. In: Lima, Gilberto T.; Sicsú, João; de Paula, Luiz F. (Org.) *Macroeconomia moderna: Keynes e a economia contemporânea*. Rio de Janeiro: Editora Campus, 1999; Lima (2005); Oreiro, José L.; Gottlieb, Daniel. Regimes de acumulação, distribuição de renda e utilização da capacidade produtiva. *Revista de Economia Contemporânea*, v. 7, 2003.

	Setores		
Indústria	3,8	4,7	1,8
Construção	0,1	4,8	-0,9
Comércio	7,4	-1	1,8
Serviços às empresas, ativ. Imobil. e interm. financeira	4,4	7,5	5,7
Adm Pública	3,9	0	4,3
Serviços Domésticos	-0,4	11,4	2,3
Outros Serviços	7,6	4	1,3

Fonte: PME, IBGE. Elaboração própria.

Entretanto, não há evidências de que esteja em curso uma alteração da característica fundamental do mercado de trabalho brasileiro que consiste em produzir e reproduzir ocupações de baixo rendimento.

A permanência desta característica pode ser identificada, em primeiro lugar, pelas elevadas taxas de crescimento das ocupações de baixa qualificação. Em 2004, o setor que obteve a maior taxa de crescimento de postos de trabalho, foi justamente o de serviços domésticos, o que denota a manutenção de elementos importantes do regime de precariedade do mercado de trabalho brasileiro.

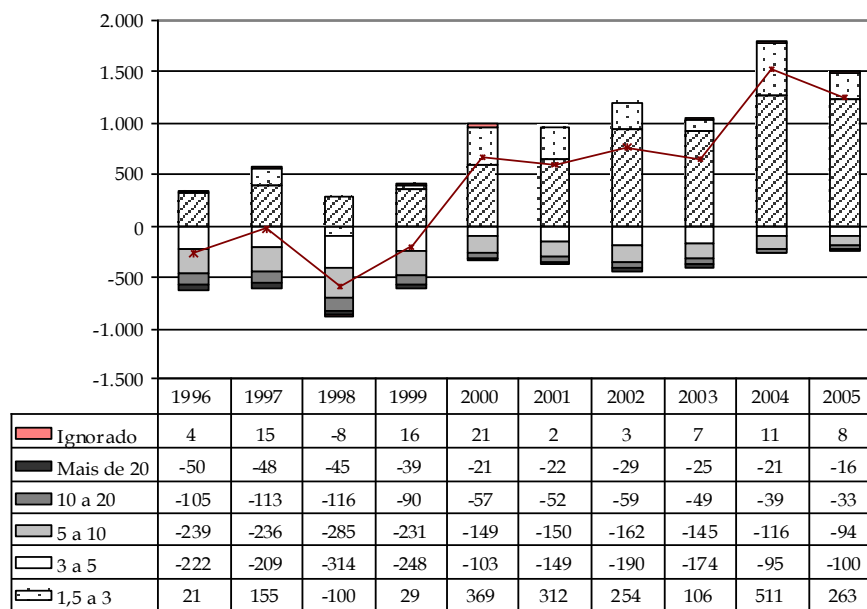
Em segundo lugar, cabe notar que, no que diz respeito aos empregos estritamente formais, registrados junto ao Caged, do Ministério do Trabalho, a maior parte das ocupações foi gerada nas faixas de renda mais baixas. Na verdade não há, como de costume, saldo líquido (admitidos - desligados) positivo nas faixas de renda superiores a três salários mínimos (Gráfico 16).

Os dados sobre a evolução do emprego formal obtidos junto ao Caged têm sido alvo de grande especulação nos últimos anos. Primeiro, por conta do tão propalado aumento das ocupações. Segundo, em função do crescimento do emprego no interior. Fato que estaria ocultando o real movimento do mercado de trabalho avaliado pela pesquisa mensal de emprego do IBGE, que leva em consideração, apenas, um conjunto limitado de regiões metropolitanas.

O primeiro aspecto que chama a atenção neste caso é que a retomada do crescimento do emprego nos últimos anos não teve início com a gestão do governo Lula. Na verdade começa no ano 2000 e reflete o desempenho do setor externo, a partir da desvalorização do real.

Gráfico 16

Saldo líquido (admitidos - desligados) de ocupações, por faixa de renda



Fonte: Caged. MTE. Elaboração própria.

Este fato, entretanto, não tira o mérito das iniciativas importantes, sobretudo aquelas relacionadas à política de desenvolvimento e à política social, que também propiciaram o aumento da ocupação. De todo modo, o ano de 2004 se constituiu, também sob este aspecto, em um episódio excepcional, uma vez que o crescimento da ocupação formal já desacelerou ([Gráfico 16](#)).

O segundo aspecto relevante diz respeito ao tipo de posto de trabalho gerado no período recente. O maior crescimento da ocupação se deu quase exclusivamente na faixa de renda entre 0 e 1,5 salários mínimos, o que explica porque os rendimentos do trabalho, sobretudo em 2004, tiveram uma performance tão medíocre ([Gráfico 16](#)). Este fato, associado a manutenção de um regime de trabalho muito precário, consubstanciado, dentre outras coisas, na elevada rotatividade do emprego, mostram porque os rendimentos reais têm tanta dificuldade em crescer.

De fato, cerca de 45% dos postos de trabalho formais é ocupado por indivíduos, cujo tempo de serviço com o mesmo empregador não supera a faixa de 24 meses ([Tabela 15](#)). Esta situação parece praticamente inalterada. O ano de 2004 é inclusive ilustrativo a este respeito, pois revela uma ligeira deterioração da rotatividade, como mostram os dados da RAIS.

Outra faceta importante dos dados do Caged se refere ao crescimento mais pronunciado do emprego no interior vis a vis as regiões metropolitanas. Tal como antes, este também não parece ser um fenômeno estritamente associado ao governo atual.

Tabela 15
Participação de tempo de serviço registrado de indivíduos em postos de trabalho formais (%)

Tempo de serviço	2002	2003	2004
Até 3M	23	23	35
De 3 a 6M	13	17	10
De 6 a 12M	25	24	26
De 12 a 24M	32	36	38
Acima de 24M	0	0	0
Tot	100	100	100

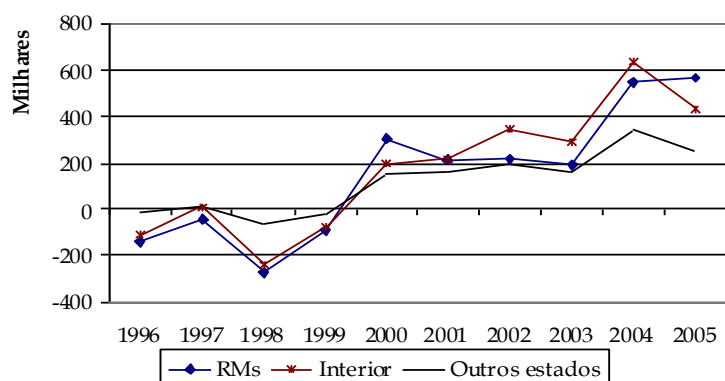
Fonte: RAIS, MTE. Elaboração própria.

Os dados relativos aos estados do Pará, Pernambuco, Bahia, Minas Gerais, Rio de Janeiro, São Paulo, Paraná e Rio Grande do Sul, que em 2005 representavam cerca de 80% do saldo

líquido das ocupações registradas pelo Caged, mostram que o crescimento mais acentuado da ocupação no interior destes estados vem ocorrendo desde 2001 ([Gráfico 17](#)). Em parte como resultado da desvalorização, mas também como efeito dos processos de desconcentração produtiva que vem acometendo algumas [regiões metropolitanas](#), devido à existência de deseconomias de aglomeração nestas áreas.

Gráfico 17

Saldo líquido (admitidos – desligados) de ocupações, por localização geográfica



Fonte: Fonte: Caged. MTE. Elaboração própria.

No período recente este fenômeno parece ter ganhado um novo impulso em função da política social do governo que, de fato, tem transferido renda para muitos municípios do interior. Ademais, o aumento do volume de recursos destinado ao setor rural, sobretudo, para os pequenos agricultores através de programas como o Pronaf e Pronaf-B, fazem com que os municípios ligados às atividades agrícolas tenham tido uma performance relativamente melhor. Tal fato tem se manifestado através do aumento da ocupação nos setores de serviços e comércio, associados, em geral, ao maior grau de urbanização que estas políticas acarretam sobre o campo.

Ademais, cabe notar o aumento dos postos de trabalho nos segmentos influenciados pelos gastos com infra-estrutura, como a construção civil, transportes e comunicações, bem como no comércio de administração de imóveis, em função do impulso dado ao setor imobiliário, mediante as novas condições de financiamento.

Tabela 16

Saldo líquido (admitidos – desligados) de ocupações
Cinco subsetores de atividade IBGE com maior crescimento entre 2004 e 2005

Setores	2004				2005				Acumulado (2004-2005)
	Interior	RMs	Outros estados	Brasil	Interior	RMs	Outros estados	Brasil	
Comércio varejista	139.036	115.058	74.808	328.902	136.851	121.978	72.456	331.285	660.187
Com. adm. imóveis, serviços técnicos profissionais e etc	41.385	103.818	36.884	182.087	46.452	131.661	28.972	207.085	389.172
Serv. Alojamento, alimentação, reparação e manutenção, rádio, tv	40.151	53.792	17.321	111.264	49.100	67.134	32.075	148.309	259.573
Transportes e comunicações	35.281	42.042	21.811	99.134	28.155	47.376	18.493	94.024	193.158
Ind de prod. alimentares, bebidas e álcool etílico	62.387	15.307	36.376	114.070	36.331	13.896	16.175	66.402	180.472
Construção civil	12.882	19.162	18.719	50.763	31.540	31.628	21.885	85.053	135.816
Comércio atacadista	24.658	34.262	16.118	75.038	17.296	31.506	9.728	58.530	133.568

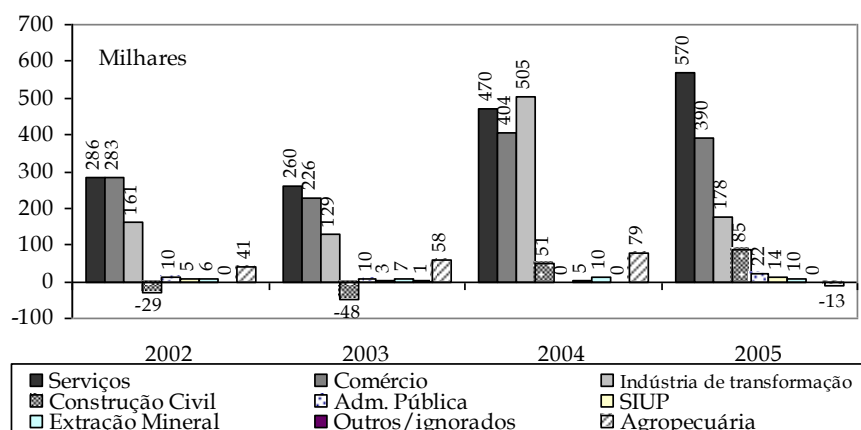
Subtotal	355.780	383.441	222.037	961.258	345.725	445.179	199.784	990.688	1.951.946
Outros	277.686	162.893	121.439	562.018	85.497	124.541	53.255	263.293	825.311
Total	633.466	546.334	343.476	1.523.276	431.222	569.720	253.039	1.253.981	2.777.257

Fonte: Caged. MTE. Elaboração própria.

A análise por setores de atividade, com base nos dados do Caged, revela ainda que, não fossem os postos de trabalho gerados na infra-estrutura, aqueles derivados da política social, bem como os da própria administração pública, o volume de emprego criado teria caído muito mais do que o verificado em 2005 (Gráfico 18). Isto porque, a capacidade de geração de emprego na indústria de transformação diminuiu de forma contundente, retornando ao patamar do biênio 2002-2003, enquanto na agricultura

Gráfico 18

Saldo líquido (admitidos - desligados) de ocupações, por setores de atividade IBGE

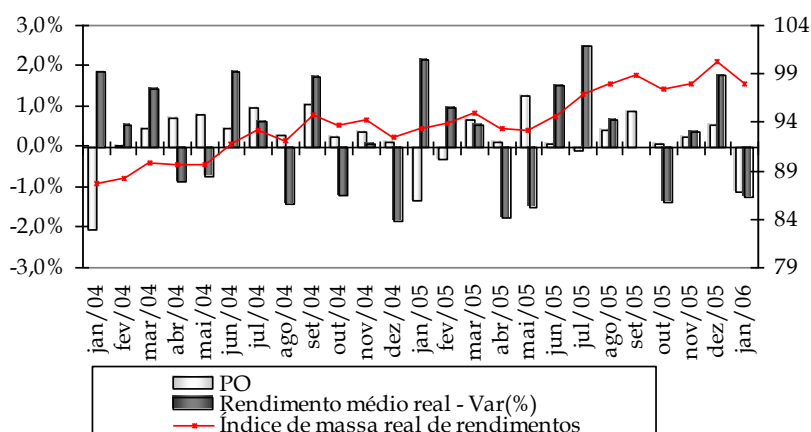


Fonte: Caged. MTE. Elaboração própria.

Ao que tudo indica, os fatos mencionados encontram-se na raiz da baixa capacidade de recuperação da massa salarial, quando comparada à forte retração que sofreu desde 1999, bem como da elevada instabilidade das taxas de crescimento da ocupação e dos rendimentos médios reais.

Gráfico 19

População ocupada, rendimento médio e massa salarial



Fonte: PME, IBGE. Elaboração própria.

Todos estes elementos limitam a constituição de um eixo dinâmico pelo lado da demanda doméstica, uma vez que reafirmam o padrão crescimento dos postos de trabalho em ocupações de baixo rendimento. Sem a construção de tal eixo dinâmico interno torna-se impossível alicerçar uma estratégia de crescimento de longo prazo, sobretudo porque, como os canais de transmissão entre a economia internacional e as atividades domésticas são bastante amplos, nos momentos de baixa do ciclo não restará componente da demanda agregada capaz de compensar eventuais distúrbios no plano internacional.

Evidentemente, as soluções para o mercado de trabalho brasileiro passam por reformas profundas, cuja implementação requer um longo período de discussão e maturação de idéias, tanto em virtude de seu caráter democrático e republicano, como em função dos inúmeros interesses a elas associadas. De qualquer forma, estas reformas, para comporem um novo modelo de crescimento precisam, acima de tudo, alterar e não reforçar a característica principal do mercado de trabalho brasileiro de gerar de trabalhos de vínculo precário, de baixa produtividade e remuneração.

3.3 O gargalo da infra-estrutura

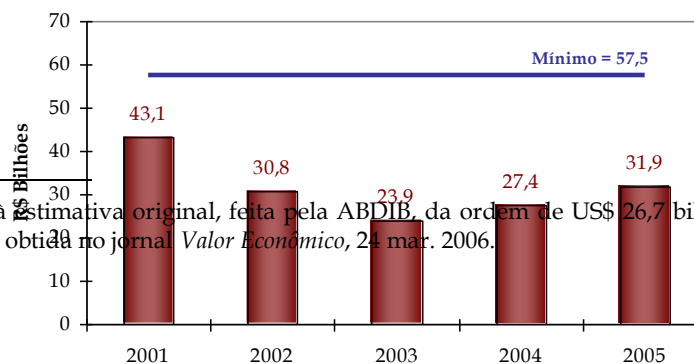
Um dos obstáculos mais importantes para a ruptura do modelo de crescimento de baixo dinamismo consiste no provimento adequado de infra-estrutura básica, capaz de dar suporte às atividades produtivas, bem como garantir o oferecimento dos serviços públicos de saneamento, energia e telecomunicações necessários.

Neste quesito, a economia brasileira vai mal e as soluções disponíveis são, no mínimo, de médio a longo prazo; demandam regulamentações no âmbito do congresso nacional, como no caso das PPPs; e implicam um volume de recursos bastante significativos.

De acordo com os dados da Associação brasileira das indústrias de base e infra-estrutura (ABDIB), o montante mínimo necessário de investimentos em infra-estrutura (público + privado), com o intuito de evitar uma deterioração ainda maior que a verificada atualmente, é da ordem de R\$ 57,5 bilhões.³²

Entretanto, segundo os dados desta mesma instituição, a soma dos gastos públicos e privados destinados à área tem ficado bem aquém do exigido. Desde 2001, momento da crise energética, até 2003, os gastos caíram sistematicamente.

Gráfico 20
Gastos com infra-estrutura



³² Este valor corresponde à estimativa original, feita pela ABDIB, da ordem de US\$ 26,7 bilhões, multiplicada por uma taxa de câmbio de R\$ 2,154, obtida no jornal *Valor Econômico*, 24 mar. 2006.

Fonte: ABIDIB. Projeção elaborada em janeiro de 2006.

A partir de 2004, os investimentos tornaram a subir, em parte, devido a maior capacidade de gasto do governo, mas em parte devido à própria iniciativa de diversos segmentos empresariais que necessitavam do provimento imediato de infra-estrutura. Em 2005, os investimentos na área também cresceram, não obstante tenham ficado abaixo do mínimo necessário, não só em termos gerais, mas em todos os segmentos relevantes.

Tabela 17
Necessidade de investimentos (R\$ bilhões)
em infra-estrutura por ano, no Brasil (mínimo necessário)

Sectores	Mínimo necessário	2005
Energia Elétrica	15,9	7,8
Petróleo e Gás	19,2	14,6
Transporte e Logística	8,4	3,9
Saneamento Ambiental	8,2	3,2
Telecomunicações	5,8	2,4
Total	57,5	31,9

Fonte: ABIDIB. Projeção elaborada em janeiro de 2006.

A maior parte das carências está concentrada nos setores de energia e petróleo e gás, porém também aparece em destaque o segmento de logística. Com exceção de petróleo e gás, nos demais setores, os gastos, em geral, não alcançaram a metade do mínimo necessário.

Este fato, associado ao subinvestimento no setor nos últimos anos, faz com que se acumulem passivos na infra-estrutura difíceis até de mensurar. É evidente que a superação do modelo de baixo crescimento requer um volume de investimentos em montante elevado, tanto para recuperação como para construção de infra-estrutura adicional.

O problema, entretanto, é estrutural, e depende, provavelmente, de um novo arranjo entre o regime de política macroeconômica e a política de desenvolvimento fazendo com que a primeira deixe de, por um lado, atuar como força contra-restante da segunda e, por outro, de limitar sua capacidade de implementação.

3.4 A incapacidade da política de desenvolvimento minimalista

O papel da política de desenvolvimento, evidentemente, não se restringe ao provimento de infra-estrutura. Sob um certo ponto de vista diz respeito ao padrão de relacionamento entre Estado e mercado, sobretudo, no que tange à criação de mecanismos de coordenação das atividades econômicas que se situam além das informações oriundas do sistema de preços relativos.

O caso brasileiro recente é bastante emblemático, pois ao mesmo tempo em que adere aos princípios da chamada agenda microeconômica, cujo início da implantação remonta ao quadriênio 1999-2002 revela elementos de ruptura. Estes se manifestam, como já se disse, a partir de tentativas como: a instauração de instrumentos de política industrial de corte vertical, em que setores tecnologicamente avançados e com elevada inserção no mercado internacional são privilegiados; a criação de fóruns amplos de discussão e instâncias de formulação de estratégias de desenvolvimento como o Conselho Nacional de Desenvolvimento Industrial e a Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial; a implementação de isenções fiscais seletivas para a aquisição de máquinas e equipamentos para produção de bens voltados para a inovação e o comércio exterior, dentre outras.

A despeito, porém, destes elementos de ruptura, é a ambigüidade que dá o tom da política de desenvolvimento governamental, sobretudo no que se refere ao provimento de recursos públicos e à operação dos instrumentos e execução das medidas concernentes à política de desenvolvimento.

O primeiro dado que chama a atenção refere-se às despesas com investimentos das unidades orçamentárias. Os gastos com infra-estrutura foram, por certo, o alvo do governo, em virtude dos enormes gargalos que estão diante da economia brasileira, com uma taxa de expansão, em termos reais de cerca de 43%. A pasta dos transportes foi, sem dúvida, a que de mais recursos dispôs, junto com cidades, integração nacional e ciência e tecnologia (Tabela 18).

Tabela 18
Investimento do governo federal até dezembro de cada ao, por órgão
(preços de fevereiro de 2006 - IPCA - R\$ milhões)

Órgão Superior e/ou Unidades Orçamentárias	Despesa empenhada		
	2004	2005	Δ%
Poderes e administração do Estado	2.408,9	2.650,7	10,0
Política Social	2.953,2	3.699,7	25,3
Infra-estrututra	4.271,8	7.889,7	84,7
- Transportes	2.145,4	4.299,4	100,4
- Cidades	1.026,1	1.562,5	52,3
- Integração Nacional	724,1	1.426,3	97,0
- Ciência e Tecnologia	242,8	485,9	100,1
- Comunicações	42,0	42,6	1,5
- Minas e Energia	48,3	19,3	-60,1
- Meio Ambiente	43,2	53,7	24,4
Produção	1.617,7	1.864,7	15,3
- Agricultura, Pecuária e Abastecimento	129,9	255,0	96,2
- Desenvolv., Indústria Comércio Exterior	145,2	84,9	-41,5
- Turismo	187,3	453,4	142,1
- Desenvolvimento Agrário	1.155,3	1.071,4	-7,3
Total	11.251,6	16.104,9	43,1

Fonte: Tesouro Nacional. Elaboração própria.

Todavia, a diminuta dimensão do valor empenhado, cerca de R\$ 7,9 bilhões, face, às necessidades mínimas exigidas por ano, R\$ 57,5 bilhões, bem como ao passivo acumulado pelo subinvestimento do setor dão a devida dimensão do aumento dos recursos. Até mesmo porque, parece pouco provável que sejam possíveis novas adições desta magnitude, sem uma alteração no formato da política fiscal. O argumento vale, inclusive, para o caso das PPPs que, para transformarem o quadro da infra-estrutura no Brasil, demandarão recursos do Estado como avalista e garantidor da rentabilidade dos projetos em operação.

Se os gastos das unidades orçamentárias tiveram um bom desempenho em 2005, ainda que acanhado, em face das necessidades, os dados da execução do orçamento de investimento das empresas estatais federais foram bem mais modestos. Embora o orçamento tenha apresentado, um aumento de gastos da ordem de 10%, a maior parte esteve associada às despesas com energia e petróleo, e transportes (Tabela 19). Os demais segmentos tiveram, em conjunto contribuição negativa no período, com destaque para a queda nos investimentos na produção, comercialização e serviços financeiros.

As informações apontam para o fato de que as empresas estatais serviram apenas à estratégia de prover o mais rápido possível a infra-estrutura mínima no que concerne à energia e petróleo (mais especificamente, a Eletrobrás e a Petrobrás). Do ponto de vista tático, a ação caminha na direção correta; do ponto de vista estratégico, é insuficiente.

No âmbito dos instrumentos financeiros à disposição da política de desenvolvimento, o período compreendido entre 2003 e 2005, foi marcado por duas estratégias bem definidas: i) o socorro às atividades rurais, sobretudo, no que tange ao pequeno produtor; ii) o incentivo ao setor de habitação.

Tabela 19

Execução do Orçamento de Investimento das Empresas Estatais por subfunção no 6º bimestre
(preços de fevereiro de 2006 - IPCA)

Subfunção	Realizado (R\$milhões)			Variação (%)	Desempenho(%)		
	2003	2004	2005		2003	2004	2005
Administração Geral	7,52	0,36	1,20	237,2	11,7	44,2	35,4
Tecnologia da Informação	532,31	39,69	95,50	140,6	124,3	41,2	41,3
Defesa Naval	-	0,73	1,36	-	-	45,7	53,9
Abastecimento	2,18	4,13	4,09	-1,0	10,9	34,4	38,6
Produção Industrial	4.021,39	30,54	28,27	-7,4	91,4	99,7	66,7
Comercialização	388,51	65,45	8,73	-86,7	84,8	79	32
Serviços Financeiros	1.566,43	1.503,78	1.286,94	-14,4	59,8	46,4	48,9
Turismo	0,56	0,59	0,95	61,0	35,8	20,8	41,7
Comunicações Postais	471,66	267,09	284,53	6,5	51,3	33,9	67,3
Energia Elétrica	4.167,51	3.031,72	4.580,73	51,1	83,6	72,3	75,8
Petróleo	12.511,17	20.712,45	20.915,59	1,0	89,5	86	85,8
Transporte Aéreo	63,58	47,84	280,74	486,8	65,1	81,1	69,5
Transporte Hidroviário	64,82	53,06	91,49	72,4	27,3	20,7	23,2
Transportes Especiais	1.200,07	3,73	792,79	-	81,2	8,7	50,7
Total	25.032	25.762	28.373	10,1	84,2	78,3	78,4

Fonte: Departamento de Coordenação e Controle das Empresas Estatais, do Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão. Elaboração própria.

Os dados relativos ao crédito dirigido são, aliás, bastante claros a este respeito, pois revelam que as maiores taxas de crescimento de recursos, no período recente, estiveram associadas à oferta de crédito para estes setores (Tabela 20).

Tabela 20
Variação (%) do crédito dirigido, por segmento
(preços de fevereiro de 2006 - IPCA)

Segmento	Anos			
	2002	2003	2004	2005
Habituação	-9,6%	-2,2%	4,5%	10,5%
Rural	17,9%	18,4%	17,8%	8,4%
BNDES Direto	14,9%	-1,6%	12,1%	3,2%
BNDES Repasse	6,7%	2,5%	7,2%	8,7%
BNDES Total	12,0%	-0,3%	9,8%	5,7%
Outros Rec. Direc.	-29,9%	18,9%	28,7%	3,1%
Total Rec. Direc.	9,6%	3,5%	11,2%	6,9%

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

Os repasses do BNDES também cresceram, a partir da intensificação das linhas de crédito do MODERMAQ, e outras modalidade destinadas a investimentos nos setores voltados a exportação.

Esta estratégia torna-se ainda mais clara quando se analisam os fluxos das aplicações financeiras das agências oficiais de fomento (Tabela 21). O crescimento de cerca de 5% deste fluxo, que representa o aporte líquido de recursos na economia, teve como principais de-terminantes o crédito rural e crédito para habitação.

Tabela 21
Execução da política de aplicação dos recursos das agências financeiras
oficiais de fomento (R\$ milhões - preços de fevereiro de 2006 - IPCA)

Setores	Fluxo das aplicações (1)			Variação (%) (2005/2004)	Empréstimos/financiamentos efetivamente concedidos (Estoque)			Variação (%) (2005/2004)
	2003	2004	2005		2003	2004	2005	
Industrial	2,46	4,28	4,38	2,3	32,11	30,04	38,30	27,5
Comércio	1,47	3,17	3,28	3,3	36,25	43,67	41,16	-5,8
Intermed. Fin.	-1,55	5,21	5,38	3,4	21,17	23,92	64,65	170,3
Out. Serviços	1,90	4,22	2,19	-48,2	56,69	64,53	62,17	-3,6
Habituação	1,57	1,20	3,80	217,0	5,11	3,34	20,53	515,0
Outros	1,59	4,64	3,92	-15,4	73,23	92,07	76,54	-16,9
Erros de arredondamento	0,00	0,00	0,00	-	0,00	0,28	-	-
Total	20,69	29,93	31,46	5,1	243,29	278,14	317,02	14,0

(1) Variação de saldos de empréstimos/financiamentos concedidos menos as amortizações.

Fonte: Departamento de Coordenação e Controle das Empresas Estatais, do Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão.

O primeiro é muito importante em virtude do seu tamanho, mas também por conta da elevada taxa de crescimento. O segundo, cujo peso na carteira destas agências é bem menor, obteve uma taxa de crescimento extraordinária, tanto no fluxo como no estoque de empréstimos e financiamentos.

A estratégia visa atender setores sociais de grande importância e, neste sentido, parece bastante pertinente, tomando por base as enormes carências sociedade brasileira. Entretanto, não é capaz de articular, do ponto de vista do financiamento, uma estratégia de desenvolvimento habilitada para romper com o modelo de crescimento instável de baixo dinamismo.

Sem um programa de investimentos voltado, não só para o atendimento das necessidades mais imediatas, mas principalmente para novas atividades, com vistas a alterar, no longo prazo, a atual especialização produtiva e a forma de inserção internacional, a política de desenvolvimento assume um caráter estritamente minimalista, necessário, é verdade, mas incapaz de alicerçar um novo modelo de desenvolvimento.

Conclusão

A principal característica da economia brasileira nos últimos doze anos consiste na reprodução daquilo que se pode denominar de modelo de crescimento instável de baixo dinamismo. A especificidade deste modelo reside no fato de que distintas combinações, ao longo do tempo, entre o momento do ciclo econômico internacional, a política de desenvolvimento em execução, assim como o regime e a forma de operação da política macroeconômica, ensejam, de forma recorrente, taxas muito baixas de expansão do produto e extremamente voláteis.

O desempenho da economia no triênio 2003-2005 foi ligeiramente superior àquele verificado no período 1999-2002. De qualquer forma, agora como antes, a baixa performance caracterizou ambos os momentos. Porém, dois fatores parecem diferenciar o momento atual do anterior: o excepcional crescimento da economia e do comércio mundiais e o surgimento de novos instrumentos de crédito, sobretudo, para pessoa física.

Ao longo deste trabalho, foi possível constatar que a gestão econômica realizada durante o governo Lula, também não foi capaz de promover uma transformação profunda neste modelo de crescimento.

Isto porque, associada a um regime de política macroeconômica muito restritivo, consolidou-se um padrão de intervenção do Estado na economia ambíguo em seus objetivos. Ao mesmo tempo em que a política de desenvolvimento acena com estratégias voltadas para a garantia dos direitos de propriedade, para a minimização de eventuais assimetrias de informação e a redução das falhas de governo, ao gosto do ideário liberal, também promove a criação de instrumentos de crédito, isenções fiscais e inovações institucionais, que guardam uma pálida relação com o pensamento desenvolvimentista.

Assim, a estratégia efetivamente posta em prática acaba assumindo um caráter estritamente minimalista, em que são lançados recursos humanos e financeiros, somente [despara os](#) gargalos mais profundos, e cujo atendimento, nem mesmo os proponentes da agenda microeconômica ousariam questionar, sob pena de, simplesmente, inviabilizar as atividades produtivas, como ocorreu em 2001.

A combinação dos elementos determinantes do crescimento econômico é incapaz de colocar em curso um modelo de crescimento estável de alto dinamismo. Esta incapacidade decorre da permanência do tipo de especialização produtiva e do padrão de inserção no comércio internacional, baseados em *commodities* primárias e industriais; intensivos em trabalho, recursos naturais e energéticos e com baixo coeficiente de transformação industrial. A alteração deste eixo estrutural e a fundação de um ciclo de expansão de longo prazo exigem a alocação de um volume de recursos e a mobilização de estratégias de coordenação de investimentos do porte daqueles que estiveram na origem do modelo atualmente em vigor.

Neste sentido, uma política de desenvolvimento minimalista, não pode nem alocar recursos de forma adequada, nem mobilizar as estratégias necessárias. Primeiro, porque está limitada pelo regime fiscal e a exigência de superávits crescentes. Segundo, porque a combinação entre juros elevados e instáveis, e câmbio volátil e valorizado, obscurece o horizonte de longo prazo para as decisões de investimento, aumentando a incerteza macroeconômica. Terceiro, porque a existência de diretrizes opostas, no que tange às estratégias de desenvolvimento, impede a construção dos instrumentos e a definição das linhas de ação necessárias e compatíveis com uma tarefa desta envergadura.

O salto em direção a um modelo de crescimento estável de alto dinamismo requer a sustentabilidade dos investimentos no longo prazo. Tal fato, contudo, somente parece possível se forem ampliados os recursos disponíveis para inversões em infra-estrutura; for mantida uma elevada taxa de crescimento das exportações, atuando como componente importante da demanda agregada e deslocando, cada vez mais, a restrição externa potencial; assim como se for expandido o binômio crédito-consumo das famílias, de tal forma a criar um canal doméstico de crescimento da demanda agregada.

Para tanto é preciso ter claro que nenhum dos elementos que condicionam o crescimento se basta em si mesmo. Uma combinação entre políticas monetária e fiscal mais flexíveis é condição, evidentemente necessária para a alteração do modelo. Porém é absolutamente insuficiente, se não for articulada com uma política de desenvolvimento sem ambigüidades.

SEÇÃO VIII

Políticas de regulação de setores infra-estruturais no governo Lula (2003-2005)

*Claudio Maciel*¹

Introdução

O presente texto enfoca alguns aspectos das políticas de regulação do governo Lula no triênio 2003-2005, objetivando qualificar sua contribuição para uma maior oferta de serviços infra-estruturais no país. Subdivide-se nesta Introdução e três seções, a saber: 1. O baixo investimento infra-estrutural prossegue em seu lamentável curso; 2. As privatizações e a regulação dos serviços públicos: considerações sobre as gestões FHC (1995-2002) e 3. Políticas de regulação no governo Lula (2003-2005).

Atividades ou serviços infra-estruturais conformam *requisitos básicos para o desenvolvimento sustentado* de uma economia; doutra parte, sua *disponibilidade universal* para o conjunto da população é um elemento de expressão do nível civilizatório alcançado. Com efeito, as infra-estruturas compõem, juntamente com a ordenação macroeconômica, o sistema político-institucional e as características socioeconômicas dos mercados nacionais, o elenco de *fatores sistêmicos* da competitividade internacional da economia nacional, a qual deve ser *construída* por ações públicas ou privadas.² Além disso, as condições infra-estruturais do país não devem ser analisadas, hodiernamente, apenas pela relação “clássica” com o desenvolvimento econômico e social, mas também pelo papel na *estabilização de expectativas dos agentes*.

As atividades infra-estruturais³ são caracterizadas pela elevada escala, integração e indivisibilidade; exigem a construção de vastas redes de distribuição e implicam custos fixos de instalação elevados. Em outras palavras, são marcadamente *capital-intensivas e intensivas em*

¹ Professor do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (Unicamp).

² Ver Coutinho, L.; Ferraz, J. C. *Estudo da competitividade da indústria brasileira*. Campinas: Papirus/Editora da Unicamp, 1994. p. 16-21.

³ C. Alveal oferece uma síntese muito pertinente: “Infra-estrutura econômica é um termo genérico que designa um conjunto de atividades de produção e fornecimento de serviços de energia (eletricidade, gás, petróleo); de telecomunicações; de transportes nos seus vários modais (ferroviário, rodoviário, aeroviário, aquaviário, dutoviário); de água canalizada (irrigação, drenagem e potável); de saneamento e esgoto e de coleta e tratamento de lixo. A função econômica comum dessas atividades é produzir, transportar e fornecer, através de vias naturais (água, ar terra) ou construídas (cabos, dutos, fios), fluxos específicos de serviços de maneira contínua. “A produção e a distribuição intermitente desses serviços, à disposição instantânea dos consumidores, constituem sistemas de redes físicas (tubos, cabos, fios) que integram os espaços de produção e consumo dos serviços. O empresariamento coordenado dos sistemas mobiliza ativos, cuja intensidade em capital e tecnologia (usinas e plantas geradoras e processadoras, redes de transporte, transmissão e distribuição e vários tipos complexos de veículos e dispositivos) valida o uso do termo “indústrias de rede” ou “indústrias de infra-estrutura” para esse conjunto de atividades”. Cf. Reforma das indústrias de infra-estrutura e regime de propriedade: a indústria de energia no Brasil. In: Benecke, D. S. ; Nascimento, R. (Org.). *Opções de política econômica para o Brasil*. Rio de Janeiro: Konrad Adenauer, 2003. p. 248-249.

tecnologia, providas *ininterruptamente*, e demandantes de profissionais qualificados para a sua operação e gestão e de garantia continuada de *recursos volumosos* – autofinanciamento provido por adequada remuneração; verbas orçamentárias; fundos públicos vinculados – para os investimentos novos (de longa maturação).

As redes de transporte e de distribuição encaixam-se no conceito teórico da economia neoclássica de monopólio “natural”, que traduz a idéia da impossibilidade de existência econômica de duas ou mais redes paralelas (concorrentes). Exemplificando, a distribuição de energia elétrica num certo espaço geoeconômico há de ser *suprida monopolicamente* por um único agente, que se reveste de um *poder de mercado* sobre um público consumidor adjetivado de “cativo”. Tal conceito “legitimou” a sustentação desse monopólio por concessionárias públicas, cuja atividade passou a obedecer ampla regulamentação dos próprios governos.⁴

Classificadas mais recentemente como “indústrias de rede” ou “indústrias de infraestrutura” conformaram estruturas centralizadas ao longo do século XX. Pelas características intrínsecas de que se revestem, a eficiência setorial de *curto prazo* esteve baseada em avançada *coordenação temporal e espacial*, vindo a ser o *controle* operado de forma também *centralizada*. Voltando ao exemplo do setor elétrico: estruturas de mercado monopólicas – constituídas de firmas verticalmente integradas (geração, transmissão e distribuição) e *comandadas e/ou regulamentadas pelo Estado* – permitiram a multiplicação exponencial das redes elétricas nos Estados Unidos e nos Países Europeus, mas também em boa parte das Economias Periféricas (Alveal, 2003).

Destacando o caso brasileiro, consolidou-se um sistema hidrelétrico integrado de dimensões continentais dos *anos 1950 aos anos 1980*, o qual sedimentou a predominância das *fontes renováveis* na matriz energética e representou *volume elevado de investimentos em relação ao PIB e à Formação Bruta de Capital Fixo*. Além disso, profissionalizou *quadros técnicos especializados* e dominou e aperfeiçoou as *tecnologias componentes de sua base técnica*.

Seguindo a boa tradição dos teóricos latino-americanos, de lições fecundas sobre o papel estratégico do investimento infra-estrutural no desenvolvimento econômico-social, a intervenção do Estado foi decisiva para o *planejamento centralizado* do sistema e o crescimento acelerado da infra-estrutura do setor, para a *manutenção da indústria produtora* de equipamentos elétricos e para a *integração nacional*. Decisões fundamentais relacionadas com as bases econômicas do setor (tarifas, rentabilidade, condições de entrada, política industrial e tecnológica) foram tomadas em âmbito nacional. Com todos os possíveis tropeços e malformações, todavia, a idéia de *universalização* dos serviços básicos não deixou de ser perseguida; preocupações com a *equidade*, observado o delicado xadrez regional/federativo, foram expressas nos mecanismos de equalização tarifária.

Em nome da eficiência econômica, reestruturações setoriais estão sendo feitas nos marcos da “era da globalização” desde os anos 1980. A abertura à concorrência dos setores infra-estruturais, implicando privatização parcial/total da propriedade pública, tem representado um movimento de

⁴ Farina, E. M.M.Q. Desregulamentação e o controle do abuso do poder econômico: teoria e prática. *Revista de Economia Política*, v. 14, n. 3, p. 80-82, jul./set. 1994.

readequação de espaços de valorização real menos instáveis para massas gigantescas de capital financeiro.⁵

Com a “financeirização” da riqueza privada mundial, o “longo prazo” dos investimentos se encurtou sobremaneira! Como a rentabilidade em períodos curtos virou palavra de ordem, o *gerenciamento de riscos agora sobrepairá qualquer horizonte de planejamento*. E não é nada óbvio se os preços de curto prazo são capazes de sinalizar corretamente a direção dos investimentos de longo prazo!

As novas bases do cálculo capitalista contrastam visivelmente com as características expostas anteriormente: a) *o caráter capital-intensivo e de longa maturação do investimento infra-estrutural* e b) *a centralidade da coordenação*. Em segundo lugar, revelou-se bem mais complicado evitar as ações anticompetitivas *que acompanham as estruturas mantidas monopolizadas pela privatização* nos países centrais.

Desde os anos 1980, a infra-estrutura brasileira foi vítima de todos os impactos perversos da crise econômica: esgotamento do padrão de financiamento setorial, choques tarifários, perda da prática do planejamento e projetamento dos investimentos. Redundou a queda substancial do nível de investimentos e a perda de qualidade da prestação dos serviços, acarretando problemas graves ao desempenho de vários setores industriais. Tudo isto se verificou em *um país cujos setores infra-estruturais não podem – ainda hoje – ser considerados maduros*, comprometendo, conseqüentemente, metas de universalização de sua provisão.

As políticas neoliberais implementadas no Brasil nos anos 1990, particularmente nas duas gestões de Fernando Henrique Cardoso, acolheram “modelos” macroeconômicos que reafirmaram o quadro de gestão estatal patrimonialista e de submissão da acumulação interna à lógica do capital financeiro internacional, derivado da década anterior. Todavia, aprofundando radicalmente a consolidação do ideário neoliberal, as ações governamentais centraram-se fortemente em concessões dos serviços infra-estruturais ao setor privado. De acordo com os cânones, os capitais privados deveriam trazer: a) expansão da formação de capital em infra-estrutura; b) redução do custo de implementação de projetos; c) aumento da produtividade do capital/insumos; d) tarifas socialmente mais eficientes.

Desta forma, foram legados à próxima gestão federal: a) estrutura setoriais infra-estruturais marcadamente complexas, compostas de agentes públicos e privados, com presença acentuada do capital estrangeiro; b) a instauração do Estado “Regulador”, consubstanciado na presença de agências reguladoras e no fortalecimento do sistema de defesa da concorrência; c) a introdução de

⁵ De acordo com a avaliação de reconhecido consultor de comitês nacionais de privatizações – William Megginson, Professor de Finanças no Michael Price College of Business, University of Oklahoma., foram realizadas 2.457 operações em 108 países no período 1988-2005, totalizando US\$ 1.186,3 bilhões. A média de cada operação foi de US\$ 482,8 milhões, mas o valor médio das empresas situa-se no patamar de US\$ 2.163 milhões. A técnica de privatização mais disseminada é a venda acionária em mercados de capitais públicos para investidores institucionais e varejo (*share-issue privatizations*). A segunda mais importante é a venda parcial ou total de ativos públicos para uma empresa privada ou um pequeno grupo de investidores (*asset sales*). Conforme Megginson, dentre as 2.457 operações referidas acima, 931 negócios foram fechados sob o primeiro método e 1.526, sob o segundo, totalizando, respectivamente, US\$ 743,8 bilhões e US\$ 442,5 bilhões. As médias das vendas foram de, respectivamente, US\$ 798,9 milhões e US\$ 290 milhões, e o valor atual das empresas situam-se nos patamares de US\$ 4.653,4 milhões e US\$ 644,1 milhões. Disponível em: <www.privatisationbarometer.net>.

marcos regulatórios setoriais, de cuja aplicação deveriam redundar i) menores preços para o consumidor e melhor qualidade dos serviços; ii) normatização adequada para o curto prazo, de modo a evitar problemas na operação das redes e iii) normatização adequada para o longo prazo, garantidora da expansão dos sistemas.

Com a vitória de Luis Inácio Lula da Silva à Presidência, formaram-se expectativas positivas sobre o futuro êxito gradativo de políticas de ampliação do mercado interno de massas como núcleo de uma retomada do crescimento e sem restrição externa. Sendo um dos componentes da realização do sonhado projeto, o país haveria de testemunhar também o decréscimo das deficiências de seu “capital social básico”.

O que se apresentava ao iniciante governo Lula de 2003 em termos de desafios relativos aos serviços infra-estruturais? De forma sintética, pode-se enumerar: a) a continuidade de déficits infra-estruturais, que demandavam políticas macroeconômicas e setoriais que propiciassem acentuada elevação dos investimentos setoriais, particularmente em eletricidade, transportes e saneamento ambiental; b) a necessidade de reavaliação global dos objetivos, das condições operacionais e da atuação das agências reguladoras, assim como da adequação dos respectivos marcos regulatórios setoriais, tendo em vista que o país ainda se ressentia do verdadeiro alerta constituído pela gravíssima crise de abastecimento de energia elétrica de 2001. Alerta portanto, cabe repetir, no que tange à pertinência da estrutura institucional e dos marcos regulatórios em vigor para a eficaz operacionalização e oferta adequada dos serviços infra-estruturais; c) a necessidade de reavaliação global dos objetivos, das condições operacionais e da atuação do denominado “sistema brasileiro de defesa da concorrência”; d) atenção aos reclamos multiplicados dos consumidores, com queixas de grau diferenciado sobre a qualidade dos serviços prestados, mas generalizadas no que diz respeito aos aumentos tarifários, visivelmente abusivos caso cotejados com a evolução da renda pessoal.

Colocados os desafios relativos aos serviços infra-estruturais, postos ao governo Lula no início de sua gestão, ficam devidamente explicitadas, conseqüentemente, as questões maiores de interesse das próximas seções do presente trabalho. Por oportuno, o leitor fica alertado, desde logo, para determinados limites do texto: estando direcionado para questões de fundo da regulação, não se demora na análise minuciosa dos investimentos ocorridos até agora na presente gestão federal, embora não deixe de apresentar um quadro geral. Tampouco examina especificidades da regulação em todos os setores em relação aos quais já foram institucionalizadas agências reguladoras, restringindo-se ao setor elétrico como alvo de considerações e exemplificações mais demoradas.

1 O baixo investimento infra-estrutural prossegue em seu lamentável curso

Em breve síntese, o que revelam os dados? Em primeiro lugar, a continuidade do contraste entre o patamar da Formação Bruta de Capital Fixo nas décadas de setenta e oitenta – da ordem de 21,5% do PIB – e os níveis em torno de 19% do PIB durante o período do segundo mandato de FHC e equiparados a esses no governo Lula (Tabela 1). Tal queda é explicada fortemente pelo desempenho das administrações públicas, de 3,7% para 2,0% do PIB.⁶ Por outro lado, a perda do

⁶ Ver Biasoto Jr., Geraldo. Estado acorrentado e obstáculos à retomada. *Política Econômica em Foco*, Campinas, n. 3, jan./abr. 2004. p. 76-80.

dinamismo característico do investimento estatal pode ser depreendida dos patamares de recursos investidos pelas empresas estatais federais nos anos 1980 – de, pelo menos, 3% do PIB, e o que se seguiu: máximos de 2,5% na primeira gestão FHC; 1,6%, na segunda gestão, e, de novo, menos de 2% no triênio 2003-2005 do governo Lula (Tabela 2).

A resposta para esse processo de encolhimento das despesas de investimento público deve ser buscada na formatação mais recente da política fiscal. Por um prisma, as despesas da União, de 1993 a 2003, cresceram mais de 4,5% do PIB. Todavia, a despesa de investimentos decresceu de 1,39% em 1993 para 0,75% em 2002 e 0,42% do PIB em 2003, ao lado de um aumento de 1,5% do PIB em juros.⁷ Contrapõem-se, portanto, de forma nada virtuosa, uma acelerada arrecadação de tributos federais e um forte acréscimo de despesas financeiras *versus* a conta de investimentos. Mais ainda, a responsabilidade pelo gasto em formação de capital fixo está recaindo crescentemente nas entidades subnacionais.⁸ Sem grande surpresa, a redução da demanda corrente e da formação de capital, em conjunto com taxas de juros estratosféricas, pouco incentivam decisões privadas de investimento.

Tabela 1
Investimento Público (% do PIB)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Form. Capital	20,6	19,3	19,9	19,7	18,9	19,3	19,5	18,3	17,8	--
Setor Público	4,7	4,6	4,5	4,4	3,0	2,9	3,5	3,8	3,0	--
Adm. Pública	2,5	2,3	2,0	2,8	1,7	1,9	2,2	2,2	1,7	2,2(a)
Empresas Estatais	2,2	2,3	2,5	1,6	1,3	1,0	1,3	1,6	1,3	1,2(b)

(a) Estimativa de Giambiagi, F. *A política fiscal do Governo Lula em perspectiva histórica: qual é o limite para o aumento do gasto público?* BSB, IPEA, 2006. p. 21. (Texto para Discussão Ipea, n. 1.169).

(b) Empresas estatais não-financeiras, conforme MPOG.

Fonte: Elaborada a partir de: Afonso, J.R.R.; Araújo, E.A.; Biasoto Jr., G. *Fiscal space and public sector investments in infrastructure: a Brazilian case-study*. BSB, IPEA, 2005. p. 35. (Texto para Discussão Ipea, n. 1.141).

Uma segunda questão sensível é que a execução orçamentária da atual gestão federal está se caracterizando por um padrão particularmente ruim ao longo de boa parte de cada ano de governo – aliás, seguindo o desempenho dos períodos FHC, com o que acarreta várias discontinuidades. Em particular, os recursos para infra-estrutura foram executados em percentuais deploráveis em 2003 e 2004. Em ambos os anos, recursos com destinação específica – como a CIDE combustíveis – estiveram longe de calçar as ações dos respectivos ministérios, deixando evidências que os nutrientes do superávit primário provêm crescentemente de recursos vinculados.⁹ Em 2005, a questão crucial voltava a ser a diferença entre o elevado percentual destinado a despesas

7 Cf. Biasoto Jr. (2004).

8 No campo da atuação pública, é preciso chamar a atenção para o caráter inócuo da “guerra fiscal” entre os Estados e Municípios Brasileiros no período recente. Buscando a atração de novos empreendimentos industriais, procedem a renúncias fiscais elevadas e se comprometem com a realização de infra-estruturas custosas. Ora, o processo de estabilização econômica trouxe aos Estados e Municípios o aumento das dívidas. Na medida que a receita e os efeitos indiretos esperados com a implantação dos novos empreendimentos não se concretizem, as demandas que se acresceram de saúde, educação, segurança, urbanização e transporte passarão a pressionar os orçamentos locais.

9 Advertência importante de Biasoto Jr., G. O crescimento como condição de sustentabilidade fiscal. *Política Econômica em Foco*, Campinas, n. 4, maio/out. 2004, p. 96. Valendo-se de informações do Tesouro Nacional, o autor destaca que, entre 2000 e 2003, a percentagem de receitas vinculadas com superávit passou de 28% para 49% !

obrigatórias – que cerceia as alternativas de política econômica – e a reduzida parte das despesas discricionárias, estas últimas (em especial, os investimentos) sempre sujeitas a novos cortes “de ajuste”.¹⁰

Tabela 2
Investimento das empresas estatais não-financeiras
(% do PIB)

	1980	1983	1987	1989	1990	1992	1993	1995	1996
Total	3,9	3,7	3,3	2,5	1,7	2,2	1,7	1,3	1,6
Telebrás	0,4	0,5	0,5	0,7	0,5	0,9	0,8	0,6	0,9
Petrobrás	1,0	1,3	1,0	0,6	0,5	0,6	0,5	0,4	0,4
Eletrobrás	0,8	0,7	1,1	0,7	0,3	0,5	0,3	0,2	0,2
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Total	1,6	1,3	0,8	0,8	1,0	1,1	1,1	1,2	1,3
Telebrás	0,9	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Petrobrás	0,4	0,4	0,4	0,5	0,7	0,8	0,9	0,9	1,0
Eletrobrás	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2

Fonte: MPOG. Elaborada a partir de Giambiagi (2006, p. 35).

2 As privatizações e a regulação dos serviços públicos: considerações sobre as gestões FHC (1995-2002)

2.1 Considerações introdutórias sobre o “Estado Regulador” das infra-estruturas nos marcos do neoliberalismo

No plano da ortodoxia teórica, a microeconomia neoclássica contemplou circunstâncias que justificariam, economicamente, a presença estatal em determinados mercados. Trata-se das “falhas” de mercado, quer dizer, “situações em que o preço de equilíbrio não estaria refletindo adequadamente a avaliação do consumidor ou os custos dos recursos econômicos embutidos no produto”.¹¹ Dignas de nota são as externalidades, a informação imperfeita¹² e o poder de monopólio.

Em particular, o exercício de um poder de monopólio por um produtor ou um grupo de produtores acarreta uma perda líquida de bem-estar social, com preços acima do nível concorrencial e restrição da oferta do produto.¹³ Contudo, existindo barreiras à entrada e custos irrecuperáveis associados à saída do mercado – vale dizer, em mercados não perfeitamente contestáveis – o objetivo de economias de escala e escopo eficientes *não se coaduna com a presença de um grande número de concorrentes*. É o caso, justamente, da impossibilidade de existência econômica

¹⁰ Conforme sistematização de Lopreato, Francisco L. C. Política fiscal: um pouco mais do mesmo. *Política Econômica em Foco*, Campinas, n. 6, maio/out. 2005. p. 107.

¹¹ Farina, E. M.M.Q. Desregulamentação e o controle do abuso do poder econômico: teoria e prática. *Revista de Economia Política*, v. 14, n. 3, p. 79, jul./set. 1994.

¹² As externalidades justificam, por exemplo, a legislação restritiva ao dano ambiental; a informação imperfeita autoriza o poder público, com vistas a proteger o consumidor, a legislar sobre controles à comercialização de alimentos e remédios, a manipulação e controle de subsistemas danosos ao meio ambiente ou à saúde e outros.

¹³ Cf. Farina (1994, p. 80).

de duas ou mais redes infra-estruturais concorrentes, configurando, desta maneira, os denominados monopólios “naturais”.

Voltando ao que foi colocado na Introdução, tal conceito “legitimou” a sustentação desse monopólio por concessionárias públicas, cuja atividade passou a obedecer ampla regulamentação dos próprios governos. Ou seja, “falhas” de mercado do tipo externalidades e monopólios “naturais”¹⁴ deveriam ser submetidas a ações governamentais de âmbito regulatório *para que sobre elas exercessem o papel de pressões competitivas*. Daí que essa regulamentação econômica tenha tido expressão com órgãos reguladores e agências antimonopólio (Farina, 1994, p. 80-82).

O agigantamento do poder supranacional privado, a deterioração alarmante da face pública do Estado – mormente nos países periféricos, e o conservantismo da teoria econômica dos anos 1980 cunharam concepções reducionistas, transformando complexos problemas em questões de “eficiência econômica”.¹⁵ O combate aos grupos corporativistas mantenedores de privilégios e responsáveis por gestões ineficientes, assim como o aporte de recursos para supostamente cobrir o déficit público, foram sempre avocados. Desta forma, *passou-se a encarar as “indústrias de infraestrutura” sob controle/regulamentação do Estado como restritivas à concorrência*, tornando-se imperativo, em consonância com o Consenso de Washington e as instituições multilaterais (FMI, Banco Mundial e Organização Mundial do Comércio), i) eliminar a ineficiência econômica pela entrada de capitais privados¹⁶ e ii) operar a mudança da função “interventora” do Estado em função “reguladora”.¹⁷

A inquestionada redução da atuação pública a um suposto “estado mínimo” é bastante polêmica, com ainda maior razão nos casos de economias com metas de universalização dos serviços infra-estruturais não atingidas. A fixação de prioridades nas áreas de infra-estrutura não exige apenas uma concepção integrada sobre seus problemas. Deve estar conectada a definições de planejamento regional e de prioridades setoriais, para que os serviços revistam-se, efetivamente, de um sentido estruturante. Exige, pois, um planejamento integrado das ações públicas pertinentes. Ora, por força da enorme crise do padrão de financiamento das economias periféricas nos anos 1980, a legitimidade do processo da parceria na administração pública passou a ser simplisticamente associada com a introdução de modalidades de privatização em si.

No caso brasileiro, pressupôs-se a eliminação de qualquer papel (estratégico) das empresas estatais. Neste sentido, argumentos de que essas empresas precisariam sofrer menos cerceamento dos regulamentos públicos, paralelo a controle efetivo da gestão, foram tratados com indiferença ou hostilidade. Em verdade, a política macroeconômica ortodoxa vem bloqueando, desde muitos anos, um enfoque estratégico para as questões do investimento e da reestruturação institucional

¹⁴ Compreendendo, portanto, as empresas estatais ou o monopólio privado regulamentado pelo Estado.

¹⁵ A associação entre concorrência e eficiência econômica nos moldes neoclássicos, ao tomar por paradigma a concorrência perfeita, não apenas privilegia estreitamente os preços – e não outras dimensões, como a diferenciação do produto e o grau de utilização da capacidade –, como também apresenta um processo de formação de preços *alheio à realidade de estruturas de mercado predominantemente oligopólicas* no capitalismo contemporâneo.

¹⁶ Os capitais privados deveriam trazer: a) expansão da formação de capital em infra-estrutura; b) redução do custo de implementação de projetos; c) aumento da produtividade do capital/insumos; d) tarifas socialmente mais eficientes.

¹⁷ Observe-se a sutileza lingüística introduzida na última década: o Estado “regulamentador” teria acompanhado o período de forte intervenção estatal; as funções contemporâneas do Estado “enxuto” neoliberal passaram a ser de “regulador”.

dos setores infra-estruturais. Em que pese os ganhos com a relativa estabilidade econômica, o equacionamento só se afigura viável num contexto de retomada do desenvolvimento de forma organizada.

Adicionalmente, a citada reestruturação não deveria ignorar especificidades nacionais no contexto do novo século. O seu objetivo – social e politicamente legítimo – refere-se, em última instância, ao aprimoramento do bem-estar da população, efetivando-se o acesso universal aos seus serviços. Do ponto de vista estritamente econômico, os setores são elemento vital da competitividade sistêmica do país e poderiam contribuir, através de um horizonte definido de investimentos, para um real processo de estabilização.

Não obstante as diferenças locais, as reestruturações setoriais nos vários países têm acarretado maior complexidade da estrutura industrial e da configuração patrimonial de todos os setores de infra-estrutura. Nos países centrais, quanto mais fortes as “falhas” de mercado, mais difícil se afigurou o desenho de uma regulação eficaz pós-privatização. Passados alguns anos, foram apostas críticas crescentes ao desempenho dos órgãos reguladores em países centrais, evidenciando-se “falhas” de regulação¹⁸!

Em um contexto de economia periférica, é previsível o contraste entre o processo ágil de atuação dos agentes globais, cujas estratégias se espriam em circuitos crescentemente maiores de atividades e de localização geográfica, e a atuação do regulador – setorializada e circunscrita a limites orçamentários e de obtenção de informações – e da autoridade antitruste. Com a concretização de movimentos de internacionalização setorial ou de diversificação de atividades, poderá escapar à agência nacional a possibilidade de exercer controle sobre as condutas da firma em países estrangeiros; a especialização setorial poderá não permitir, seja por definição legal ou capacidade/custo de regulação, abordar firmas multi-serviços de uma determinada indústria. Nestes termos, este texto defende: *é fundamental que as autoridades governamentais definam um projeto estratégico para as agências reguladoras.*

Outro aspecto crucial e complementar: ao invés de uma intervenção de cunho meramente administrativo, o poder concedente (Estado) deveria regular a concorrência, organizá-la, observando os objetivos enunciados acima. Desde logo, não se trata de perseguir a “concorrência” dentro dos cânones da economia neoclássica. Esta pouco tem a dizer sobre processos de reestruturação de setores intensivos em capital que, não sendo devidamente coordenados, poderão simplesmente representar a transformação de monopólios públicos em monopólios privados.

A experiência internacional ensina – principalmente a processualística na União Européia – que é demasiado estreito subsumir os ordenamentos antitruste nacionais a um único objetivo, quer dizer, apreendê-los tão somente como forma de dar combate aos efeitos autodestrutíveis do mercado. Tal legislação é, desde logo, *uma técnica para a implementação de políticas públicas*. Então, desempenha funções cambiáveis, que devem ser delineadas, tendo em vista as circunstâncias históricas de cada país e o conteúdo da política econômica que está sendo levada a efeito.¹⁹ Em

¹⁸ Este ceticismo foi embasado teoricamente pela “economia da regulação” nas idéias de acesso desigual à informação de parte do regulador em relação ao regulado e de “captura” do regulador, acarretando um saldo negativo entre custos e benefícios da regulação.

¹⁹ Forgioni, P. A. *Os fundamentos do antitruste*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1998. p. 21-22, 151.

conseqüência, este texto apóia também a *definição de um projeto estratégico para o Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência*.

2.2 As privatizações e a regulação dos serviços públicos nas gestões FHC (1995-2002)

Contrastando com as considerações expostas na subseção anterior, a presidência Fernando Henrique Cardoso deu prioridade total à captação de recursos externos para supostamente equilibrar o balanço de pagamentos e as contas fiscais, acarretando elevada transferência patrimonial. Os processos de privatização de ativos públicos se pautaram pela ênfase na maximização de resultados de curto prazo, cujo somatório tornou-se pálido, em contraste com o célere crescimento da dívida interna. Tais processos também representaram um açodamento decisório, posto que *negavam um marco estratégico de políticas para os setores envolvidos. Considerações maiores, em termos de reordenamento produtivo, financeiro e fiscal da economia, onde o caráter estruturante dos serviços de energia, transportes e telecomunicações teria papel crucial, foram descartadas.*

Maria da Conceição Tavares esclarece os “dois tempos” das privatizações. Na fase rósea, coincidente com o auge do ciclo de valorização de ativos nas bolsas de valores e com o Real valorizado, as aquisições foram financiadas sob ‘empréstimos ponte’ em mercados *off-shore*. Com a crise cambial brasileira de 1999, os pilares de valorização patrimonial, câmbio fixo e endividamento ruíram. O difícil refinanciamento das dívidas privadas agravou a situação patrimonial das empresas devedoras em dólar e o balanço de pagamentos do Brasil, freando o investimento estrangeiro.²⁰

Ora, conforme a feliz expressão de F. Gaetani, a materialização institucional das regulações setoriais na primeira gestão FHC foi “contaminada” pelo seu atrelamento aos ditames e ritmo dos processos de privatização. As instituições reguladoras derivaram-se de estudos elaborados por consultorias internacionais, com o apoio do Banco Mundial e do Banco Inter-Americano de Desenvolvimento, que procuraram moldar padrões jurídico-administrativos anglo-americanos para o Brasil.

Nas atividades de formulação de políticas regulatórias, cujos novos entes (as agências) não poderiam deixar de dialogar com os ministérios setoriais no futuro próximo, *eis que, surpreendentemente, a administração direta foi duramente marginalizada.* Em termos abrangentes, os ministérios infra-estruturais não apenas se situaram à margem do processo, como também *permaneceram severamente desaparelhados* – falta de carreiras próprias, por exemplo – *para cumprir as suas funções clássicas* (formulação, implementação e monitoramento de políticas de infra-estrutura) ao longo das duas gestões FHC.²¹

Em particular, no segundo mandato de FHC, em consonância com o “tempo dois” das privatizações, *de elevado risco cambial*, evidenciaram-se mais agudamente questões relativas aos mecanismos de funcionamento, financiamento e aparelhamento das agências: o abandono dos

²⁰ Tavares, M. C. A crise da infra-estrutura. *Folha de S. Paulo*, 17 ago. 2003.

²¹ Gaetani, F. O governo Lula e os desafios da política regulatória no setor de infra-estrutura. In: CONGRESO Internacional del CLAD sobre la Reforma del Estado y de la Administración Pública, 8, Panamá, 28-31 Oct. 2003, p. 4-7.

contratos de gestão, regimes provisórios precários de pessoal, auto-financiamento obstaculizado pelos contingenciamentos orçamentários.

Configurou-se, desde então, uma questão muito sensível. Conforme delineado na Introdução, as *características próprias* dos investimentos infra-estruturais – capital-intensivos, intensivos em tecnologia, de longa maturação – já *determinam, por si só, um risco econômico*, particularmente nos ambientes macroeconômicos de elevada incerteza das economias periféricas desde os anos 1980. Não bastasse a desarticulação com que foram reestruturados os setores infra-estruturais e introduzidas as novas instituições político-jurídicas, sobrepôs-se, decorridos poucos anos, a grave crise cambial de 1999. Agregou-se então o denominado “*risco regulatório*”, vale dizer, “o potencial de criação de problemas pelas agências reguladoras para os operadores dos setores regulados”. (Gaetani, 2003).

Os defensores dos “modelos” competitivos instalados valem-se recorrentemente da *presença do “risco regulatório” como justificativa para os baixos níveis de investimento efetivados pelo setor privado desde as privatizações*. Certo, não seria correto subavaliá-lo; contudo, é forçoso lembrar aspectos que contribuíram para a *acentuação de estratégias defensivas das empresas*, os quais *extrapolam bastante as normas regulatórias*: combinação de risco cambial, crescimento mediano da economia e posição monopólica (mercados cativos) conquistada pelas entrantes.

O aspecto risco cambial na justificativa dos níveis de subinvestimento privado deve ser muito relativizado, tendo em vista que *os contratos* de concessão das distribuidoras de energia elétrica e das empresas de telefonia *determinam* reajustes anuais das tarifas tomando por base a evolução (acumulada dos doze meses anteriores) dos Índices Gerais de Preços (IGPs).

Posto que a indexação contratual propicia, indubitavelmente, níveis elevados de rentabilidade – afora as múltiplas benesses do financiamento via BNDES, faz-se urgente que o trabalho teórico e o debate político qualifiquem a abrangência do “risco” regulatório e respondam a várias perguntas: estarão as agências reguladoras exercendo “pressões competitivas” suficientes? Resgatando um ponto incisivo da professora C. Alveal,²² está ocorrendo reciprocidade internacional, uma vez que foram disponibilizados grandes espaços de valorização e de realização de ganhos às empresas estrangeiras vencedoras de concessões de prestação de serviços? Enfim, dadas as especificidades dos setores infra-estruturais, pode-se acreditar na adequação da coordenação de mercado (operacionalização e expansão) e na suficiência do aporte de recursos privados?

3 Políticas de regulação no governo Lula (2003-2005)

Na seção Introdutória, foram enumeradas algumas questões básicas que se apresentavam ao governo Lula em 2003, no que respeita à regulação dos serviços infra-estruturais: a necessidade de reavaliação global dos objetivos, das condições operacionais e da atuação das agências reguladoras e do sistema brasileiro de defesa da concorrência, assim como da adequação dos marcos regulatórios específicos; atenção aos reclamos multiplicados dos consumidores, queixosos

²² Cf. Alveal (2003, p. 269).

da qualidade dos serviços prestados e dos aumentos tarifários. A presente seção debruça-se criticamente sobre tais temas.

3.1. Atribuições das agências reguladoras e do sistema brasileiro de defesa da concorrência

3.1.1 Agências reguladoras

Ao iniciar, o governo Lula deu mostras que avocaria à administração direta as funções de poder concedente, ao mesmo tempo que restauraria o horizonte de planejamento setorial. Tal desiderato foi levado a efeito por meio de decidida centralização na Casa Civil, sob o comando do Ministro José Dirceu, que não deixou de buscar o concurso dos Ministérios da Fazenda, do Planejamento e de vários setoriais. Um Grupo Interministerial foi acionado em março de 2003, de forma a *propor regras que retirassem das agências reguladoras o poder de criar políticas para a infraestrutura*. O projeto do Executivo foi enviado ao Congresso Nacional em regime de urgência no primeiro semestre de 2004; todavia, o quadro político dos dois últimos anos enfraqueceu sobremaneira aquele concerto e a discussão do projeto.

Em sucessivas ocasiões, o governo postergou o preenchimento de vagas de Diretoria nas entidades. A presidência da Agência Nacional do Petróleo foi exercida interinamente ao longo de 2005; a falta da nomeação de conselheiros na Agência Nacional de Energia Elétrica (Aneel) quase paralisou o órgão; o revesamento de presidentes e a interinidade marcaram a trajetória da Agência Nacional de Telecomunicações (Anatel) no período; enfim, ao final de 2005, quatorze cargos de diretores estavam disponíveis em sete agências.²³ Afora objetivos outros, no plano da negociação político-partidária, a falta de nomeações *parece também mostrar a ausência de um projeto estratégico para as agências*, cuja natureza foi apontada anteriormente no presente trabalho.

O projeto de lei (3.337/2004), de autoria do Executivo, estabelece regras relativas à gestão, organização e mecanismos de controle social das agências reguladoras federais.²⁴ A Exposição de Motivos, datada de 12 de abril de 2004, indicava que a presença das Agências Reguladoras é indispensável para a atração dos investimentos privados. Porém, apresentava forte discordância com *“o exercício de competências de governo pelas Agências Reguladoras, como a absorção da atividade de formulação de políticas públicas e do poder de outorgar e conceder serviços públicos”*,²⁵ embora não deixasse de reconhecer que a absorção citada se deu, geralmente, por falta de estrutura dos Ministérios setoriais responsáveis pela formulação das políticas.

A polêmica mencionada é central ao entendimento do projeto: o poder normativo foi outorgado pela constituição federal, além do Congresso Nacional, apenas ao Presidente da República, que pode editar medidas provisórias, leis delegadas, decretos e regulamentos, bem como aos parlamentos estaduais. Constitucionalmente, portanto, o Estado é o titular do direito de explorar, diretamente ou mediante concessão ou permissão, os serviços públicos, justificando-se a transferência de tais atribuições para os respectivos Ministérios, ressalvada a possibilidade de

²³ Mazza, M. Rédea curta para as agências. *Correio Brasiliense*, 30 dez. 2005.

²⁴ As agências consideradas reguladoras são as seguintes: Agência Nacional de Energia Elétrica (Aneel); Agência Nacional do Petróleo (ANP); Agência Nacional de Telecomunicações (Anatel); Agência Nacional de Vigilância Sanitária (Anvisa); Agência Nacional de Saúde Suplementar (ANS); Agência Nacional de Águas (ANA); Agência Nacional de Transportes Aquaviários (Antaq); Agência Nacional de Transportes Terrestres (ANTT) e Agência Nacional do Cinema (Ancine).

²⁵ Á exceção da Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL), cuja lei instituidora fora alterada pela Lei n. 10.846, de 15 de março de 2004.

delegação às agências. Preserva-se, porém, na esfera das Agências Reguladoras, a competência de promover os procedimentos licitatórios.

O governo Lula parece que não quer, contudo, cancelar em definitivo a acentuação de poder dos Ministérios. Ou deixou a questão ao “jogo de braço” em cada um deles. No caso das Minas e Energia, a direção forte da então Ministra Dilma Rousseff foi decisiva. Isso talvez explique *aparente paradoxo: as agências que acumulam gordas concessões públicas não geraram infundáveis discussões, mas, ao contrário, estão com regramento muito claro*. O direito de venda das concessões do setor elétrico é do Ministério das Minas e Energia, com delegação à Agência Nacional de Energia Elétrica (Aneel) para a execução de leilões; a Agência Nacional do Petróleo (ANP), na mesma esfera ministerial, continua responsável pelo planejamento e execução das rodadas de direito de exploração de áreas petrolíferas. Já na estratégica área de telecomunicações, a Agência Nacional de Telecomunicações (Anatel) permanece responsável pelos leilões e licitações, mas o Ministério das Comunicações tenta minar este quadro (Mazza, 2005).

No Congresso Nacional, o relator do projeto 3.337/2004, Deputado Leonardo Picciani (PMDB-RJ), apontou a premissa mais importante de seu trabalho: “o modelo de agências é essencial para o bom funcionamento da maior parte dos setores encarregados da provisão de serviços públicos. Ou seja, não cabe questionar a relevância do papel das agências reguladoras como instrumento de regulação desses setores, inclusive ou especialmente pelo fato de garantir uma maior estabilidade de regras, fator imprescindível para alavancar investimentos na economia brasileira”.²⁶

3.1.2 Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência

Por determinação do presidente Fernando Henrique Cardoso,²⁷ assessores dos três órgãos do Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência²⁸ finalizaram, após dois anos e meio de elaboração, uma proposta de reestruturação do referido Sistema em novembro de 2002.²⁹ Argumentando acerca da estrutura então vigente, as exposições de motivos dos dois projetos de lei propostos chamavam a atenção para a fragmentação da instrução processual em função da existência de três órgãos distintos, fazendo prolongar excessivamente o prazo de tramitação dos casos e aumentar o custo para o administrado. Apontavam ainda o aumento do custo de

²⁶ Comissão Especial destinada a proferir parecer ao Projeto de Lei n. 3.337, de 2004. Voto do Relator: Deputado Leonardo Picciani.

²⁷ O referido Grupo de Trabalho Interministerial foi instituído pelo Decreto de 11 de agosto de 2000, com a finalidade de concluir os estudos e apresentar Projeto de Lei dispendo sobre a criação da Agência Nacional de Defesa do Consumidor e da Concorrência.

²⁸ O denominado Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência (SBDC) resultou das disposições da Lei 8.884 de 1994. É constituído por três órgãos: Secretaria de Acompanhamento Econômico (SEAE; do Ministério da Fazenda), Secretaria de Direito Econômico (SDE; Ministério da Justiça) e Conselho Administrativo de Defesa Econômica (Cade; Ministério da Justiça). Este último, em verdade, já havia sido criado em 1962, com a função de controlar abuso de preços, mas não a de controlar atos de concentração. Sua estrutura é formada pelo Conselho, que julga os casos, e pela Procuradoria, que representa o Cade na Justiça.

²⁹ O Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência: uma Proposta de Reestruturação. Secretaria de Acompanhamento Econômico – MF, Secretaria de Direito Econômico – MJ e Conselho Administrativo de Defesa Econômica – MJ. Dezembro 2002. Materializada em dois projetos de lei, o primeiro deles propunha unir a SDE e a SEAE em uma Agência Nacional de Defesa da Concorrência (ANC), com a incumbência de instruir os processos administrativos – quer fossem atos de concentração quer fossem processos por condutas anticompetitivas. O Cade, por sua vez, continuaria sendo um tribunal independente para o exercício da função judicante, passando agora a ser normativamente reconhecido como Tribunal Administrativo da Concorrência. O segundo projeto contemplava outras modificações na Lei n. 8.884/94.

coordenação entre os três órgãos e a inevitável duplicação de esforços em muitos casos. Por outro lado, *denunciavam a insuficiência de recursos materiais e humanos disponíveis aos órgãos integrantes do SBDC*, em especial no concernente à instrução dos processos, e consideravam insustentável a falta de planos de carreira e remuneração adequada aos funcionários.

Ao iniciar o governo Lula, a nomeação do advogado Daniel Goldberg para a Secretaria de Direito Econômico pelo Ministro Márcio T. Bastos dava a entender que a reforma do Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência era considerada prioritária. O novo titular reafirmou alguns pontos já detectados pela proposta de reestruturação deixada pela gestão anterior: ênfase no combate a práticas abusivas (com a novidade de incluir a área financeira) e seletividade na análise de atos de concentração; atuação mais integrada da SDE com as agências setoriais (Aneel, ANP e Anatel) e com outros órgãos do governo, afetos ao Ministério da Justiça; nova estrutura para o Sistema; definição de um plano de carreira para o novo órgão resultante da reestruturação *que, em nenhuma hipótese, receberia o status jurídico de “agência”*.

Os pontos destacados por Goldberg tiveram boa receptividade junto aos defensores mais radicais do Sistema, cujo diagnóstico próprio de mudança rimava com ênfase no combate a condutas anticompetitivas e menos em casos de abusos de preços; com seletividade na análise de atos de concentração e aplicação preferencial para os mesmos de remédios estruturais ao invés de remédios comportamentais.³⁰ Do lado da SEAE/MF, sob a chefia do economista Hércio Tokeshi, foi definido uma linha de atuação de análise dos setores regulados da economia.

No decorrer do triênio governamental, algumas atitudes do Executivo repercutiram bem, junto aos mesmos defensores: o bloqueio a tentativas de revisão pelos poderes Executivo e Legislativo de decisões do Cade; a nomeação diversificada dos conselheiros do Cade; os novos métodos incorporados pela SDE às investigações de violações contra a ordem econômica. Todavia, outras declarações e ações dentro do Executivo ou no debate legislativo foram obviamente mal recebidas: propostas de aumento do controle estatal em setores não regulados da economia; atrasos na nomeação de conselheiros do Cade, o que chegou a ocasionar impossibilidade de quorum.³¹

Em setembro de 2005, tão somente, o governo enviou ao Congresso Nacional projeto de lei que reestrutura o Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência (SBDC) e modifica a Lei n. 8.884/1994. As justificativas apresentadas dizem respeito ao aumento da eficiência da atuação do Estado no campo da política da defesa da concorrência, em especial, no combate aos cartéis e na redução do tempo de análise dos processos de concentração econômica. Falta, contudo, um conteúdo estratégico, de forma que a legislação traduza *uma técnica para a implementação de políticas públicas*.

³⁰ Na prática norte-americana, são esgrimidos argumentos em favor de remédios *estruturais* ou remédios *comportamentais* para enfrentar os efeitos do exercício (possivelmente abusivo) do poder de mercado sob suas várias manifestações. A ótica estrutural tem na mudança acentuada das características do mercado – por exemplo, a desverticalização da geração, transmissão e distribuição de energia elétrica – a sua proposta mais forte, visto que desestimularia efetivamente as firmas de praticarem redução da produção e ações outras com propósitos de majoração de preços. Os remédios comportamentais se expressam em corpos regulatórios como a regulação de preços, os planos de monitoração e mitigação, os códigos de conduta e os ordenamentos da FERC (a “*Order 888*” e a “*Order 889*”). Na prática brasileira, é fortemente defendido o uso da *regra de razoabilidade*, que se consubstancia em um balanço dos efeitos que serão trazidos pelo ato de concentração, a saber, o resultado potencialmente anticompetitivo do aumento do poder de mercado de um agente econômico *versus* os ganhos de eficiência gerados pelo ato.

³¹ Gilberto, A. M. Os méritos e inquietações do governo Lula na defesa da concorrência. *Consultor Jurídico*, 10 dez. 2004. Disponível em: <www.conjur.br>.

3.2 Energia elétrica: a volta do planejamento, mas preços muito mais elevados e probabilidade de novo “apagão” à vista

Como resultado de licitação internacional patrocinada pelo Ministério de Minas e Energia, o “Projeto de Reestruturação do Setor Elétrico Brasileiro” foi coordenado pela empresa Coopers & Lybrand em 1997, nele figurando o estabelecimento de um Órgão Regulador independente (a futura Aneel), revisões do papel da Eletrobrás e mudanças estruturais das empresas do setor. Digase de passagem, a agência reguladora iniciaria suas funções com uma reforma já desencadeada e algumas concessões já licitadas (Excelsa e Light).

Qual o significado da opção à inglesa? Esqueceu-se ou tornou-se secundária, por assim dizer, nossa identificação legislativa com o regramento dos EUA desde o Código de Águas; sua experiência extremamente rica no que concerne à regulação federal e estadual de serviços públicos; a prática do custo do serviço por décadas; a re-regulamentação dos serviços públicos por etapas, sem a introdução açodada de graus de reestruturação setorial; a consolidação do enfoque teórico e a introdução da prática de planejamento integrado de recursos em alguns Estados ; o imbricamento cada vez maior das legislações sobre energia e de meio ambiente.

Ao contrário, consubstanciou-se a vitória ideológica dos modelistas de privatizações, esquecendo-se, neste caso, as questões com as quais a Grã-Bretanha se debruçou no que respeita à instabilidade do sistema de “pool” e à formulação crescente de contratos de longo prazo, vale dizer, às condições *reais* – propiciadoras de elevada incerteza – de funcionamento de um mercado liberalizado de energia elétrica. A experiência inglesa de privatização do setor elétrico – que instalou inicialmente um duopólio de geração! – também deveria ter representado ensinamentos sobre sua fraca institucionalidade antimonopólica. Não obstante, deixou suficientemente claro que a perseguição ao objetivo de criação de um ambiente “competitivo” *exige que este seja concebido e monitorado desde antes da introdução* de diferentes graus de reestruturação setorial. Tal introdução traz, como consequência, readequações da estrutura industrial e do quadro regulatório, exigindo uma cuidadosa temporalidade.

Mais ainda, algumas especificidades brasileiras deveriam ter merecido maior atenção, pois evitariam vários problemas apresentados posteriormente pelo “modelo” adotado:

a) o predomínio da geração hidrelétrica, que ajuda a responder por uma matriz energética caracterizada por fontes renováveis, exige a coordenação centralizada/planejada de decisões de expansão – principalmente, em um período com crescimento forte da demanda! – e não admite a pulverização do sistema, tendo em vista “a operação interligada otimizada dos aproveitamentos hidrelétricos situados em uma mesma ‘cascata’ de usinas”.³² Outro aspecto da coordenação centralizada diz respeito à gestão racional de bacias e recursos hídricos, objetivando usos múltiplos para a água ;

b) a presença de significativas diferença regionais e de gestão empresarial expressa-se na necessidade de interconexão de alguns subsistemas isolados, assim como de aportes de recursos compensatórios;

c) a divisão da propriedade – da transmissão, pelo menos – entre governos federal e estaduais poderia acirrar, mediante divergências regulatórias, velhas tensões relativas ao nosso

³² Bajay, Sérgio V. Perspectivas de evolução institucional do setor energético brasileiro e as correspondentes políticas energéticas. In: CONGRESSO Brasileiro de Planejamento Energético, 2, 1994. *Anais...* p. 57.

pacto federativo. Ainda, em termos sistêmicos, as linhas de transmissão não significam apenas transporte de energia, mas também realocação da água, o que permite diminuir os investimentos de geração ;

d) a abundância legislativa, com fraca tradição antimonopólica;

e) a gestão macroeconômica ortodoxa que, em conjunto com uma regulação setorial mal sedimentada, *mais propiciaram motivação privada para a compra de empresas estatais do que investimentos em capacidade nova*. Com efeito, pós-privatização, coube majoritariamente à Eletrobrás, às empresas estatais do setor elétrico e à Petrobrás, inclusive com parcerias privadas, dar conta de novos empreendimentos.

No governo FHC, o crescimento moderado da produção industrial e a multiplicação inédita dos bens de consumo durável nas residências tendeu a pressionar a capacidade instalada do Sistema Eletrobrás. A conexão dos subsistemas Norte, Nordeste e Centro-Sul, a formação de parcerias com o setor privado para a retomada de hidrelétricas inacabadas e a opção pelo aumento da participação do gás natural na matriz energética, com a decorrente proliferação de empreendimentos térmicos conformaram medidas de emergência de curto e médio prazos levadas a efeito pelas autoridades governamentais.

É seguramente polêmica a questão da introdução da termoeletricidade na matriz energética nacional sob vários aspectos: o aumento de fontes não renováveis na matriz energética; a utilização do gás na produção de energia elétrica, ao invés do seu uso principal na substituição de óleo combustível e outros energéticos, etc. Afora aspectos altamente meritórios de integração regional, a expansão do gás no Brasil começou de forma atabalhoada, com várias dúvidas pendentes: as reservas efetivas da Bolívia e sua real capacidade de dar conta de um consumo mais intensivo do gás no Brasil;³³ a possibilidade dos contratos indexados ao dólar³⁴ virem a significar preços muito elevados para o produto, assim como sua inevitável “contaminação” das tarifas do setor elétrico como um todo; a falta de tradição do uso intensivo do gás nas cidades brasileiras, etc.

As obras de construção do Gasoduto Bolívia-Brasil foram iniciadas em 1997, sob um compromisso absolutamente sobredimensionado de compra de 16 milhões de metros cúbicos por dia. Para minorar o problema, o governo lançou o Programa Prioritário de Termoeletricidade em

³³ A produção boliviana de gás é da ordem de 37,6 milhões de metros cúbicos por dia. A recentíssima nacionalização das refinarias na Bolívia implicará em vários desdobramentos futuros, ora em processo de definição política-diplomática. Um deles é saber se continuarão os investimentos em expansão da produção por investidores externos, que injetaram US\$ 3,6 bilhões entre 1995 e 2005, tendo em vista a redução muito atrativa de 50% para 18% dos impostos incidentes sobre o setor. Trata-se de questão relevante, posto que a falta de investimentos poderá acarretar a diminuição da oferta – por efeito de esgotamento de poços – em percentual expressivo. Neste momento, em que é preciso ter algum cuidado com as informações ventiladas sobre a situação da indústria do gás na Bolívia, menciona-se ter havido uma sobrecontratação do produto pela YPFB, que poderá chegar a 42 milhões de metros cúbicos por dia em 2010. Informações quantitativas em Trevisan, C. Sem investimento novo, gás boliviano trava. *Folha de S. Paulo*, 07 maio 2005. B3.

³⁴ A referência é aos contratos *take or pay* com a Bolívia, mediante os quais se paga por um determinado volume de gás contratado mesmo que não seja feito uso dele. Os temores referidos – indexação ao dólar – já se apresentavam *antes da crise cambial brasileira de 1999*. Quais são os patamares atuais de preços? O preço do produto é reajustado a cada três meses, atualizado por uma cesta de óleos combustíveis com cotação no mercado internacional; o preço do transporte é atualizado no mês de janeiro. Em abril p.p., a Petrobrás comprava gás da Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos (YPFB) pagando US\$ 3,43 por milhão de BTUs (para retiradas até 16 milhões de metros cúbicos por dia) e US\$ 4,21 por milhão de BTUs (para retiradas acima de 16 milhões até 30 milhões de metros cúbicos por dia). O preço do transporte é de US\$ 1,70 por milhão de BTUs. Informações do professor Ildo Sauer, Diretor de gás e energia da Petrobrás., entrevistado por F. Fernandes em Petrobrás não tem lucro com operações de gás, afirma diretor. *Folha de S. Paulo*, 7 maio 2006. B3.

1999, que chegou a ventilar a construção futura de 49 usinas! A crise cambial arrefeceu rapidamente o interesse internacional, restando à Petrobrás, Eletrobrás e BNDES se responsabilizarem pelo financiamento e implantação de usinas. A Petrobrás tornou-se sócia de 14 usinas termoeletricas, ao mesmo tempo que a) queimava o gás obtido como subproduto da exploração de petróleo na Bacia de Campos, visto o sobrevolume de gás boliviano contratado; b) participava nos esforços de aumento do mercado para o gás no Brasil, o que levou a novos compromissos de compra de gás boliviano, da ordem de 30 milhões de metros cúbicos por dia; aumentava sua própria pesquisa de novos campos, resultando na descoberta do megacampo de gás da Bacia de Santos (Mexilhão).³⁵

Em 2001, o “modelo” desembocou em gravíssima crise de fornecimento: do sistema planejado para operar com risco de *déficit* através do armazenamento de água, exigiu-se volume excessivo de água dos reservatórios. Neste teste decisivo para a estrutura implantada, o governo federal houve por bem criar um órgão *ad hoc* para sua administração, a Câmara de Gestão da Crise de Energia Elétrica (GCE), que implementou um bem-sucedido programa de racionamento. Entretanto, o disciplinado consumidor, que atendeu prontamente o apelo para reduzir em muito sua demanda individual, passou a sentir no bolso, gradativamente, que o dispêndio chegava ao nível anterior e o ultrapassava. Nenhum enigma, mas a atribuição que lhe era feita de sucessivas transferências de custos: Encargo de Capacidade Emergencial (ECE, 2001), Recomposição Tarifária Extraordinária (RTE, 2002) ... As empresas concessionárias de distribuição e de geração saíram bastante chamuscadas do processo, posto que o zelo dos consumidores viera para ficar, configurando um quadro surpreendente de excesso de oferta. Decorreu daí que, por diversas vezes, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) foi acionado para desenhar programas de saneamento financeiro.³⁶

Em março de 2004, as Leis 10.847 e 10.848 e seus respectivos decretos³⁷ encorpavam um novo “modelo”, objetivando a) reconferir prestígio ao planejamento integrado do setor elétrico, com a criação da Empresa de Pesquisa Energética (EPE), e b) acentuar mecanismos de segurança do suprimento e universalização do acesso aos serviços, sendo introduzidos a contratação de longo prazo, a cobertura contratual integral do consumo de energia elétrica de parte das distribuidoras e

³⁵ Informações do professor Ildo Sauer, entrevistado por Maurício Dias. Um fracasso neoliberal. *Carta Capital*, n. 392, 10 maio 2006. p. 28-29. Esclareceu o entrevistado: “O gás chega ao Brasil a um preço inferior a 30 dólares o barril equivalente. E substitui derivados de petróleo que têm o valor vinculado ao petróleo, hoje com preço superior a 70 dólares o barril. Essa é a razão pela qual há uma ansiedade pelo gás. Isso dá à indústria competitividade e melhora a qualidade ambiental e a qualidade de alguns produtos como o vidro, a cerâmica e outros”.

³⁶ Cabe ponderar que a atuação do “gestor das privatizações” parece desmentir fortemente o tão decantado aporte de capitais privados nas privatizações. Basta que se leia o relatório da auditoria no BNDES em 2003: o total apurado com as vendas de 20 concessionárias de distribuição de energia e 4 companhias de geração, de 1995 a 2000, foi da ordem de R\$ 25,9 bilhões; no período de 1995 até outubro de 2003, a participação do BNDES no financiamento do setor elétrico foi da ordem de R\$ 22 bilhões, sendo R\$ 7 bilhões relativos ao financiamento das privatizações; R\$ 8 bilhões de projetos de investimentos em usinas hidrelétricas e termelétricas; e R\$ 7 bilhões relativos ao financiamento do Reajuste Tarifário Extraordinário. Por outro lado, foram alocados R\$ 3 bilhões para a execução do Programa de Capitalização das Distribuidoras de Energia (Proel). Dessa forma, a carteira de créditos do BNDES no setor elétrico no final de 2003, caso a capitalização se realizasse integralmente, somaria R\$ 25 bilhões! Tribunal de Contas da União. TC-013.137/2003-8 (com 1 anexo). Auditoria solicitada pela Comissão de Minas e Energia da Câmara dos Deputados, 2003.

³⁷ Paralelamente ao processo de divulgação e debate de uma nova proposta de reestruturação do setor elétrico pelo Governo Lula em 2003-2004, a Lei n. 10.683/2003 definiu as competências do MME, enquanto que o decreto n. 5.267, de 9 de dezembro de 2004, regulamentou a sua nova estrutura, criando as secretarias de Planejamento e Desenvolvimento Energético, de Energia Elétrica, de Petróleo, Gás Natural e Combustíveis Renováveis; e Geologia, Mineração e Transformação Mineral.

consumidores livres, a obrigatoriedade do licenciamento ambiental prévio, além da fiscalização pelo novo Comitê de Monitoramento do Setor Elétrico.

Foi definida a contratação de energia por licitação conjunta das distribuidoras, visando obter economias de escala e poder monopsonico, repartir os riscos entre geradores e equalizar tarifas de suprimento. Para este último, a sistemática de comercialização se verificará através de leilões públicos, sendo vitoriosas as ofertas traduzidas pelas menores remunerações. Por outro lado, foram determinados dois ambientes de contratação: o ambiente de comercialização envolvendo os consumidores cativos obedecerá regulação estrita (ambiente de contratação regulada), enquanto que aos consumidores livres continua assegurada a negociação bilateral efetiva das cláusulas contratuais (ambiente de contratação livre). Ainda, por força de legislação, as compras de energia pelas concessionárias de distribuição deverão ser antecipadas de cuidadosa previsão de mercado, visto que foram instituídos apertados limites de tolerância, assim como penalidades para os excedentes para baixo ou para cima.

Ponto crucial para o êxito do sistema será a boa operacionalização (e aceitação) de leilões de energia de novos empreendimentos. As licitações ocorrerão com cinco e três anos de antecedência da operação, referindo-se, em princípio, ao tempo de construção de plantas hidroelétricas e termelétricas. Contratos de aquisição da nova energia, pactuados entre quinze e 35 anos, deverão garantir um fluxo de receitas que *permita a redução do risco do empreendimento e melhores condições de financiamento*.

Dentre as críticas formuladas à estrutura do novo modelo setorial, cabe destacar³⁸: a) a sistemática de *pool* das distribuidoras implica a multicontração das geradoras com sessenta e quatro distribuidoras a cada novo empreendimento, representando onerosos custos de transação; b) de forma especialmente grave, os leilões de energia – em um ambiente de sobra de energia nas mãos de geradoras estatais até 2007 – vêm acarretando o *rebaixamento do valor de venda e a descapitalização das empresas*. O resultado futuro desta óbvia apropriação privada de renda hidráulica é que *a energia cara não entrará gradativamente no sistema*. Dito de outro modo, sob baixos custos de geração, tarifas fixadas gradativamente acima dos custos causariam menor impacto socioeconômico; ao contrário, a operação não está dosando a entrada de partes de energia “velha” barata, gerada por hidroelétricas amortizadas, com partes de energia “nova” cara, geradas por hidroelétricas ou termelétricas não amortizadas.

A estrutura institucional agora implantada permitirá evitar novo “apagão”? Observados, por um lado, o ritmo recente de crescimento do mercado e os programas de universalização do acesso à eletrificação do governo Lula (Luz para Todos) e, por outro lado, as condições gerais de atendimento do sistema, as autoridades da operação setorial (ONS) afirmam que o aumento de risco de *déficit* para os subsistemas só ocorrerá em 2009. Certo, o país não será “tomado de surpresa”, pois conta cumulativamente com as lições de 2001, investimentos importantes em transmissão, alguma difusão da geração distribuída e de investimentos em energias alternativas, o trabalho do Comitê de Monitoramento do Setor Elétrico, novas técnicas de previsão e as já mencionadas regras rígidas de contratação da energia.

³⁸ Referimo-nos, em particular mas não somente, às numerosas intervenções públicas de colaboradores do Instituto Cidadania, Canal Energia e outras entidades, tais como os professores Roberto P. D’Araújo e L. Pinguelli Rosa.

Ponto negativo continua a ser a insuficiente regulação da distribuição do gás natural. Mais ainda, em um momento de indefinição político-diplomática, a sustentação de elevado percentual do consumo nacional com gás boliviano está sofrendo ampla análise, aliás, com cores pessimistas de antevisão de *déficit* de fornecimento. Por outro lado, de forma compensatória, a exploração da bacia de Santos e do gás vindo do Espírito Santo significará uma oferta adicional de 30 milhões de metros cúbicos de gás nacional para 2009.

Enfim, como foi dito parágrafos acima, o grande teste do modelo em termos da expansão do sistema – e a desejada grande onda de negócios – se dará em torno à boa aceitação dos leilões para concessão de novos empreendimentos, esperando-se subida rápida dos preços atuais.³⁹ Lembrando que tais leilões antecipam empreendimentos em três e cinco anos, o teste é para já. Os leilões públicos de energia “nova” já realizados apontaram claramente para uma preferência privada pelas térmicas. Os acontecimentos na Bolívia, com eventual redução de investimentos externos, inclusive da Petrobrás, poderão mudar o quadro de expectativas reinante.

3.3 Temas de interesse público: tarifas e universalização de serviços

Os contratos de concessão das distribuidoras de energia elétrica e das empresas de telefonia *determinam* reajustes anuais das tarifas tomando por base a evolução (acumulada dos doze meses anteriores) dos Índices Gerais de Preços (IGPs). Tais regras continuaram a ser ferreamente mantidas pelo governo Lula, em que pese o evidente descompasso entre tais reajustes e a evolução da renda da população. Exemplificando, no período 1995-2005 (jan./jul.), a variação do valor médio do salário mínimo foi de 207,9%, enquanto que a tarifa média de energia elétrica subiu 288,6%; na classe residencial, 277,3%.⁴⁰ Por outro lado, o Ouvidor da Anatel declarou que a análise das variáveis que compõem a fórmula de reajustes tarifários mostra que as concessionárias continuam a aumentar a assinatura básica mensal (dos consumidores “cativos”) em detrimento de aumentos em outros componentes da cesta de telecomunicações.⁴¹

Ora, *esta mesma sistemática de reajustes concorre para a instabilidade das condições macroeconômicas*. Em estudo nesta mesma coletânea,⁴² a professora Maryse Farhi evidencia que os reajustes tarifários constituem um importante vetor de inércia da inflação provocada pela transmissão da desvalorização cambial aos preços. Mais ainda, a relação entre os preços administrados (em sua maioria integrados por serviços concedidos) e os dos bens comercializáveis e não-comercializáveis definidos no mercado sofreu uma majoração de 31,4% entre 1999 e 2002!

Em relação à gestão dos *setores energéticos*, o Tribunal de Contas da União já determinara ao Ministério de Minas e Energia, no período anterior, que adotasse providências para por em

³⁹ Durante o Fórum Canal Energia – Perspectivas do Plano Decenal, realizado em abril p.p., o diretor técnico-regulatório da Associação Brasileira dos Distribuidores de Energia Elétrica, Fernando Maia, alertou para a previsão de aumento médio de 20% no custo de energia nos próximos dez anos, do qual 33% em geração e 35% em transmissão. Ver Couto, F. *Plano decenal: setor manifesta preocupação com meio ambiente e custos da expansão*. Agência CanalEnergia, 29 abr. 2006.

⁴⁰ Sousa, F. J. R. *A evolução das tarifas de energia elétrica e do salário mínimo*. Brasília, DF: Câmara dos Deputados, Consultoria Legislativa, nov. 2005. p. 10.

⁴¹ Anatel. *Relatório da Ouvidoria 2005*. p. 48.

⁴² Fahri, M. O impacto dos ciclos de liquidez no Brasil. Mercados financeiros, taxa de câmbio, preços e política monetária, Seção V deste boletim.

funcionamento o Conselho Nacional de Política Energética; doutra parte, observara que alguns atos da ANEEL e da ANP estavam configurando verdadeira formulação de políticas e diretrizes setoriais.⁴³ Resultado da auditoria realizada em 2003 na Aneel, lê-se no relatório respectivo⁴⁴: a) afirma que o padrão de continuidade do serviço de energia elétrica apresentou um ganho de eficiência significativo em quatro anos de fiscalização pelo órgão; b) destaca também a importância do Relatório de Análise Econômico-Financeiro de 26 Concessionárias Distribuidoras de Energia Elétrica, que apurou o extremo endividamento das empresas e a acentuada diminuição do patrimônio líquido, três delas com patrimônio líquido negativo;⁴⁵ c) todavia, acentua a necessidade do aprimoramento de mecanismos – o recente Painel de Controle – que possibilitem um monitoramento mais eficaz e detalhado sobre as operações e o desempenho econômico-financeiro das empresas.

No setor de *telecomunicações*, em 2004, com a nova gestão federal em curso, auditoria do TCU salientou o crescimento da oferta de telefones desde a privatização dos serviços, em 1998. Contudo, objetivando avaliar se a Anatel dispunha dos meios para detectar o efetivo cumprimento ou não das metas de universalização, concluiu negativamente e exigiu a apresentação de um novo sistema de fiscalização em seis meses.⁴⁶ Cabe acrescentar: a) o Fundo de Universalização das Telecomunicações (Fust) e os recursos orçamentários da Anatel têm sido severamente contingenciados; b) a Agência só pode programar o seu primeiro concurso público em 2005, por força da Lei n. 10.871, de 20 de maio 2004, sendo oferecidas 740 vagas, até então preenchidas, na sua maior parte, por profissionais temporários.

Nos subsetores de Transportes, deficiências de várias ordens ainda se avolumam pelo país: proporção elevada da malha rodoviária pavimentada em más ou péssimas condições de conservação, embora recursos relativamente expressivos tenham sido alocados (e executados) em manutenção no ano de 2005; deterioração do equipamento ferroviário e estagnação da capacidade de transporte de carga; baixa eficiência operacional dos serviços portuários; subutilização da navegação de cabotagem e hidroviária. Cabe lembrar: o forte contingenciamento da CIDE transportes; a instalação das agências reguladoras dos transportes terrestres e aquaviários há poucos anos; recentemente instalada, outra agência – para o setor aéreo – ensaia seus primeiros passos de atuação.

⁴³ Ver diversas passagens da exposição do Procurador-Geral do TCU, Dr. Lucas Rocha Furtado, sobre “O TCU e o controle das agências reguladoras”. I Fórum Brasileiro sobre as agências reguladoras, BSB (5 abr. 2004). Assim a determinação do TCU de que os critérios adotados para novas rodadas de licitação de blocos para exploração e produção de petróleo e gás natural devem receber o exame prévio do Conselho Nacional de Política Energética. Sobre a Agência Nacional do Petróleo (ANP), o consultor legislativo Paulo C. R. Lima observou: a carência de recursos humanos para fiscalizar eficientemente a qualidade dos combustíveis; a necessidade de obtenção de melhores resultados nas atividades de descentralização da fiscalização; a falta de previsão de uma carreira específica de fiscalização para a ANP. Ver *A ANP e o “projeto de lei das agências reguladoras”*. Brasília, DF: Câmara dos Deputados, Consultoria Legislativa, maio 2004.

⁴⁴ Tribunal de Contas da União. TC-013.137/2003-8 (com um anexo). Auditoria solicitada pela Comissão de Minas e Energia da Câmara dos Deputados, 2003.

⁴⁵ Motivando, de parte do BNDES, o Programa de Capitalização das Distribuidoras de Energia, da ordem de R\$ 3 bilhões.

⁴⁶ Relatado por Matiazzo, W. para a Agência Estado, em 12 nov. 2004. *TCU aponta falhas no sistema de fiscalização da Anatel*. Disponível em: <<http://www.americansatelite.com.br/portal/>>.

No Brasil, 83 milhões de pessoas ainda não são atendidas por sistemas de esgotos, 45 milhões carecem de distribuição de água potável e 14 milhões ainda não dispõem de coleta de lixo. Com efeito, 65% das internações hospitalares de crianças de zero a cinco anos registradas no Brasil são consequência dessa precariedade nos serviços.⁴⁷ Em virtude de tais indicadores, o investimento necessário para a universalização dos serviços de água e esgoto no país não pode deixar de ser impressionante: conforme o Ministério das Cidades, e para ações em torno de 20 anos, cerca de R\$ 185 bilhões!

O projeto de lei 5.296, de maio de 2005, originado no Executivo, estabelece a Política Nacional de Saneamento Básico, *caracterizada por uma visão integrada dos sistemas públicos de abastecimento de água e esgotamento sanitário, em conjunto com o manejo de águas pluviais (drenagem) e o gerenciamento de resíduos sólidos (coleta e tratamento de lixo).*

Sobre o ponto nevrálgico da discussão acerca da regulação em saneamento básico – a quem caberá a competência da provisão dos serviços públicos, o Executivo remete a decisão ao crivo do Supremo Tribunal Federal, com o que propõe uma estrutura regulatória ajustável a ambas hipóteses (estadual, municipal). *Trata-se de encaminhamento que continuará postergatório, visto que a instância maior do Judiciário tem decidido, apenas liminarmente, Ações Diretas de Constitucionalidade envolvendo a questão da titularidade dos serviços de saneamento básico.*

Doutra parte, como o Brasil detém larga parcela da água doce do mundo, *o debate não pode mais se restringir à concessão da prestação de um serviço público, mas, e principalmente, sobre a adequação de uma eventual monopolização estrangeira das águas nacionais.*

Considerações finais

Em um texto publicado em 2003, sobre as consequências da governança privada na indústria brasileira de energia, C. Alveal fazia advertência importante à nova gestão federal: a dificuldade de lidar com a “tensão” preenchimento das funções das empresas concessionárias (investimento, universalização, mitigação de efeitos sobre o meio ambiente e qualidade do fornecimento dos serviços) *versus* a pressão dos acionistas controladores por demandas de renda ou distribuição de dividendos.⁴⁸ Referindo-se mais particularmente ao “segundo tempo” das privatizações, de enormes restrições ao investimento novo, a autora elenca: o risco e a incerteza quanto à sua viabilidade econômica; a instabilidade macroeconômica a partir de 1999 e as fortes alterações da conjuntura econômica internacional; o clima de competição traduzido em assimetrias de aprendizado entre reguladores e regulados; a imperiosa gestão de transferências intertemporais de demandas de renda (Alveal, 2003, p. 264-266).

Buscando analisar alguns aspectos das políticas de regulação de setores infra-estruturais e de defesa da concorrência no governo Lula ao longo do triênio 2003-2005, o presente texto teve em mente as considerações da professora C. Alveal, constatando e/ou concluindo os seguintes pontos principais:

⁴⁷ Dados do Ministério das Cidades.

⁴⁸ Cf. Alveal (2003, p. 263).

1) apesar das graves deficiências de acesso a serviços infra-estruturais pela população brasileira, chegando a alarmantes no caso do saneamento básico, os níveis de investimento em infra-estrutura do atual governo federal vêm se equiparando aos da segunda gestão FHC;

2) a execução orçamentária federal dos recursos alocados para infra-estrutura é sofrível, acarretando várias descontinuidades;

3) acontecimentos de larga repercussão nos dois últimos anos enfraqueceram sobremaneira o concerto político governamental, resultando compassos de espera e lentidão na discussão / votação / implementação de vários projetos relativos aos temas afetos ao presente texto;

4) o projeto de lei 3.337/2003, sobre as Agências Reguladoras, chancela a acentuação do poder dos Ministérios, mas endossa integralmente a presença desses agentes. Todavia, está ausente um *projeto estratégico* para as mesmas;

5) o novo “modelo” do setor elétrico, ao reconferir prestígio ao planejamento integrado setorial e acentuar mecanismos de segurança do suprimento e universalização do acesso aos serviços, constituiu, sem dúvida, uma vitória dos críticos à estrutura institucional anterior, que desembocou no “apagão”. Não obstante, sua real adequação para propiciar a expansão do sistema e evitar uma alta drástica de tarifas ainda está por ser testada, através dos leilões para a concessão de novos empreendimentos e, ao que se afigura agora, da resolução de oferta adequada de suprimento de gás natural;

6) o projeto de lei que reestrutura o Sistema Brasileiro da Concorrência, datado de setembro de 2005, está direcionado - de forma restrita, sem um *projeto estratégico* - ao aumento da eficiência da atuação do Estado no campo da política da defesa da concorrência, em especial no combate aos cartéis e na redução do tempo de análise dos processos de concentração econômica.

SEÇÃO IX
Prometeu Acorrentado:
o Brasil na indústria mundial no início do século XXI

*Mariano Laplane e Fernando Sarti*¹

Introdução

Desde a segunda metade da década de 1970, a dinâmica industrial no plano internacional é uma dinâmica schumpeteriana. A combinação de mudanças tecnológicas e organizacionais, de fusões e aquisições de empresas, da construção de redes internacionais de fornecimento e de deslocamentos geográficos da capacidade de produção tem alimentado a expansão vigorosa da produção industrial mundial, desde a segunda metade dos anos 1980.

O Brasil completou nos anos 1970 uma etapa importante de seu processo de industrialização. A partir de então, o debate acerca da estratégia de desenvolvimento industrial tem registrado posições antagônicas: de um lado, os que acreditam que as reformas neoliberais, somadas à estabilidade macroeconômica, constituem condições suficientes para que a indústria brasileira se insira positivamente na nova dinâmica da indústria mundial; de outro, os que defendem que, para atingir resultados comparáveis aos das experiências internacionais de sucesso, seria necessário articular um conjunto de medidas visando à construção deliberada da competitividade, através de estratégias conjuntas do Estado e do setor privado.

A crise da dívida no início dos anos 1980 induziu um forte viés na política econômica. A necessidade de gerar superávits comerciais significativos para enfrentar a retração das fontes externas de financiamento estabeleceu como prioridades a contenção de importações e o incentivo às exportações. Na segunda metade da década, no governo da Nova República, houve um esforço deliberado para capturar oportunidades nas novas fronteiras de inovação. A estratégia priorizou tecnologias tidas como estratégicas para desenvolver a competitividade da indústria brasileira: informática, biotecnologia e, em menor medida, novos materiais. Os grandes grupos nacionais ensaiaram timidamente alguns movimentos de diversificação em direção ao complexo eletrônico, aproveitando as posições já consolidadas nos setores de insumos industriais, no sistema financeiro ou no segmento da mecânica pesada, implantado no II PND. Entretanto, a década foi marcada por forte instabilidade macroeconômica e níveis relativamente baixos de investimento, tanto das empresas nacionais, públicas e privadas, como das estrangeiras. O contexto não foi favorável, dessa forma, para a sustentação de estratégias mais ambiciosas de desenvolvimento industrial.

Nos anos 1990, as transformações nas finanças internacionais e a frustração com a “Década Perdida” criaram um contexto favorável para o ensaio da estratégia neoliberal de estabilização e de desenvolvimento no Brasil. Derrotada a inflação, acreditava-se que a nova estratégia daria início a uma onda de intensa modernização produtiva, particularmente na indústria. A produção industrial no Brasil sairia fortalecida. As empresas mais aptas sobreviveriam ao desafio da competitividade.

¹ Núcleo de Economia Industrial e da Tecnologia (NEIT), do Instituto de Economia da Unicamp.

Os interesses corporativos, vistos como principais responsáveis pela estagnação, seriam desarticulados. O país poderia contar com o apoio generoso do capital estrangeiro, cujo aporte financeiro, de tecnologia e de conhecimento das novas regras do jogo da economia globalizada, seria essencial na nova fase de crescimento.²

A nova política para o setor industrial marcou uma reviravolta em relação à política implementada no período desenvolvimentista: abertura comercial, eliminação de subsídios, flexibilização das normas para o capital estrangeiro e privatização do setor produtivo e da infraestrutura estatal. Era fundamental promover a competitividade através dos mecanismos de mercado. A escolha *a priori* de setores e de empresas estratégicas tornou-se anátema. No lugar de políticas setoriais, deviam ser implementadas políticas “horizontais”, que estimulasse simultaneamente todos os setores da indústria a produzir em condições de preço e qualidade compatíveis com o mercado mundial.

Nesse contexto geral de orientação neoliberal houve algumas exceções, ainda na primeira metade dos anos 1990. No início da década, a gravidade da crise resultante do fracasso do Plano Collor abriu espaço para que se instalassem Câmaras Setoriais, que atuaram como espaços de negociação entre empresários, trabalhadores e governo para a reativação de setores. O Mercosul concedeu um tratamento preferencial à abertura comercial no plano regional. Alguns setores industriais, como o automobilístico, foram objeto de regimes especiais de proteção para promover a produção local e o investimento.³

A crise de 1999 também trouxe mudanças. No segundo mandato de FHC, o Ministério de Desenvolvimento da Indústria e do Comércio desenvolveu uma luta desigual com o Ministério da Fazenda para implementar alguma forma de Política Industrial. Os esforços resultaram na implementação da experiência do “Foro de Competitividade”. Tratava-se de um ensaio de coordenação entre os principais atores das cadeias produtivas. No lugar de visar à reativação de setores, como as Câmaras Setoriais, pretendia-se promover a competitividade para que a indústria brasileira pudesse enfrentar as novas rodadas de abertura que resultariam das negociações internacionais em curso (Alca e Acordo Mercosul-União Européia). Apesar das iniciativas do MDIC, o Ministério da Fazenda manteve o veto à Política Industrial até o final do segundo governo do FHC.

A resposta da indústria às opções do governo FHC será analisada em detalhe mais adiante. Basta nesta introdução registrar que, embora do ponto de vista microeconômico tenha havido uma reação rápida às mudanças de preços relativos resultantes da política econômica (juros elevados e câmbio valorizado, de 1994 a 1999) com forte aumento da produtividade e da competitividade, do ponto de vista macroeconômico o baixo nível de investimento na indústria e o saldo comercial

2 Mendonça de Barros; Goldenstein. Avaliação do processo de reestruturação industrial brasileiro. *Revista de Economia Política*, v. 17, n. 2 (66), 1997a; Mendonça de Barros; Goldenstein. Reestruturação industrial: três anos de debate. In: Velloso, R. (Org.). *Brasil: desafios de um país em transformação*. Rio de Janeiro, Forum Nacional/José Olympio Editora, 1997b; Moreira, M. M. A indústria brasileira nos anos 90: o que já se pode dizer? In: Giambiagi, Fábio; Mesquita, Maurício Moreira (Org.). *A economia brasileira nos anos 90*. Rio de Janeiro: BNDES, 1999. p. 293-332.

3 Chudnovsky, D. E. A.; López. As estratégias de las empresas transnacionais en Argentina y Brasil; que hay de nuevo en los años 90?. *Revista Brasileira de Comércio Exterior*, n. 53, 1997; Laplane, M. Modernização da indústria brasileira: o papel das empresas e do Estado. *Pesquisa & Debate*, v. 8, n. especial (12), 1997; Laplane, M.; Sarti, F. *Competition, policy and growth in the Brazilian automobile industry*. In: INTERNATIONAL COLLOQUIUM OF GERPISA, 5, 1997. *Anais...*

negativo resultante foram totalmente insustentáveis. Em termos de dinamismo, os resultados foram totalmente decepcionantes, com taxas de crescimento muito inferiores às das indústrias de outros países em desenvolvimento.

A partir de 2003 o governo Lula de um lado, levantou na prática o veto à política industrial, implementando a “Política Industrial, Tecnológica e de Comércio Exterior” (PITCE), mas de outro lado manteve o regime de política econômica. Como será detalhado mais adiante, os resultados também foram insuficientes comparados àqueles obtidos por países em desenvolvimento concorrentes do Brasil.

Quando o desempenho da indústria brasileira é avaliado numa perspectiva de longo prazo e de maneira comparativa com outros países em desenvolvimento, torna-se evidente que o quadro está longe de ser satisfatório. No período que se iniciou com a crise da dívida até o presente o Brasil não tem conseguido acompanhar outros países no aproveitamento das oportunidades que as transformações na indústria mundial oferecem para países em desenvolvimento.

Acorrentado, como Prometeu na peça de Ésquilo, pela própria incapacidade de retomar o desenvolvimento industrial, o Brasil desperdiça oportunidades disponíveis num contexto internacional favorável. As oportunidades desperdiçadas neste período podem ser dimensionadas pelo avanço de países até não muito tempo comparáveis ao Brasil em termos de estágio de desenvolvimento industrial e tecnológico.

A preocupação com as oportunidades perdidas pode parecer contraditória com a constatação do significativo esforço de modernização realizado pelas empresas industriais brasileiras desde a abertura da economia, da sua capacidade de sobrevivência em condições macroeconômicas desfavoráveis, do incipiente movimento de internacionalização das empresas nacionais remanescentes da onda de aquisições por investidores estrangeiros e dos elevados níveis de rentabilidade das grandes empresas industriais. Não se trata, entretanto, de questionar o desempenho nem as estratégias individuais das empresas industriais, trata-se de avaliar o desempenho da indústria no seu conjunto do ponto de vista de sua contribuição para o crescimento e para o fortalecimento da inserção da economia brasileira no cenário internacional. Desse ponto de vista, o desperdício de oportunidades representa um prejuízo para o país como um todo, embora não necessariamente para empresas ou setores individualmente.

O critério para avaliar o grau de sucesso de qualquer estratégia de desenvolvimento industrial para o Brasil deve ser a redução da distância que nos separa de outros países em desenvolvimento que têm sido capazes de aproveitar as oportunidades que as transformações da indústria e da economia mundial oferecem. Desse ponto de vista, a estratégia neoliberal deve ser avaliada como um fracasso estrondoso. Da mesma forma, as tentativas de política industrial dos últimos anos podem ser caracterizadas como insuficientes.

O argumento acima resumido desdobra-se, neste trabalho, em quatro seções. Na primeira analisa-se o desempenho da indústria brasileira desde os anos 1990 até o presente, com o objetivo de caracterizar as respostas às mudanças na política econômica. Na segunda discutem-se os ensaios recentes de política industrial com a intenção de identificar suas limitações. Na terceira seção compara-se o desempenho da indústria brasileira com o de outros países em desenvolvimento com

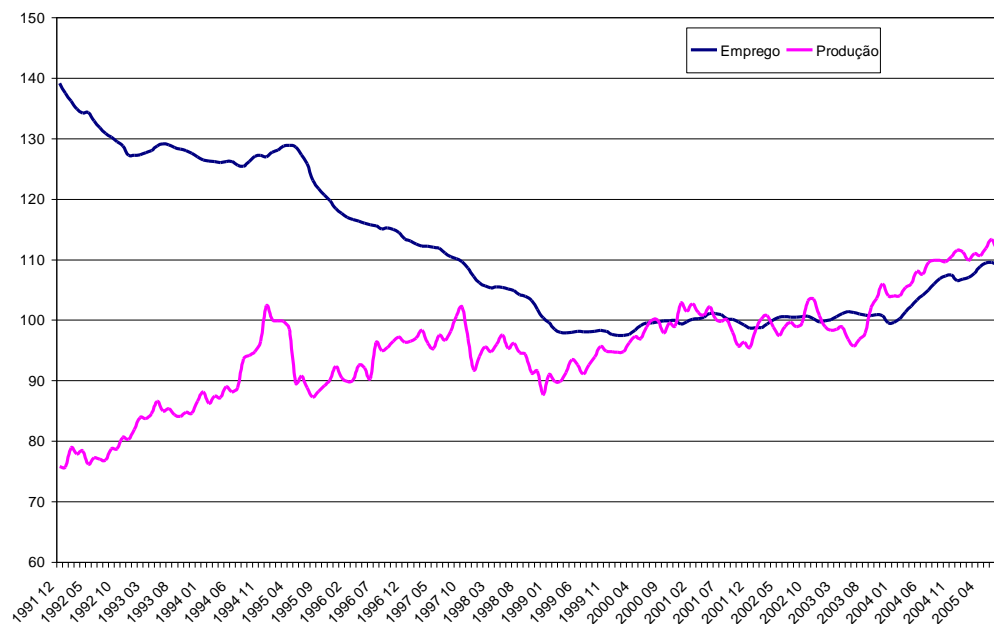
o objetivo de dimensionar a distância crescente que resulta do desperdício de oportunidades. A última seção sintetiza o argumento.

1 Desempenho da indústria brasileira, 1990-2005

Houve notórias diferenças no desempenho da produção industrial entre a primeira e a segunda metade da década de 1990 (Gráfico 1). Na primeira houve recuperação depois da forte retração, associada ao Plano Collor. A recuperação teve início em 1992 e continuou até 1995. Na segunda metade, o aspecto mais marcante foi a forte instabilidade. Recorrentemente o crescimento da produção industrial foi interrompido por retrações que reduziram drasticamente os níveis de produção. O índice da produção industrial atingiu seus valores mais altos em 1997, em 2001 e em meados de 2002, para sofrer fortes quedas nos meses subsequentes. Nos momentos de auge o nível de produção da indústria brasileira foi apenas pouco superior ao da “Década Perdida”.

Embora as explicações oficiais responsabilizassem fatores “exógenos” (crises do México, em 1995, da Ásia, em 1997, da Rússia, em 1998, da desvalorização cambial, em 1999 ou o “Apagão”, em 2001) pela instabilidade e pelo modesto crescimento da indústria naquele período, os resultados insatisfatórios obtidos foram, em boa parte, consequência das próprias transformações produtivas ocorridas. Em outras palavras, independentemente, do papel dos choques exógenos, as transformações na estrutura produtiva são fatores explicativos importantes do fraco desempenho da produção industrial. Essas transformações foram, por sua vez, induzidas pela lógica das reformas neoliberais e pela orientação da política econômica. Com desempenho externo modesto, as desacelerações estiveram, sobretudo, associadas às vicissitudes da demanda interna.

Gráfico 1
Índices de produção e emprego na indústria de transformação
(2002=100)



Fonte: Ipea.

Ao longo da década de 1980 a indústria brasileira foi submetida a sucessivos choques num contexto de forte instabilidade macroeconômica. As empresas reagiram reorientando as estratégias de crescimento para o mercado externo, reduzindo os níveis de endividamento, aumentando o *mark up*, realizando investimentos localizados (nos setores exportadores) e de tipo defensivo (racionalização e modernização da capacidade existente), em detrimento dos investimentos em expansão ou instalação de novas unidades de produção. No plano da estrutura industrial os reflexos foram o aprofundamento da heterogeneidade estrutural intersetorial, intra-setorial (entre empresas exportadoras e não-exportadoras) e intrafirma (entre produtos e linhas de produção modernizadas e não modernizadas).

O ajuste nos anos 1990 foi ainda mais intenso. As empresas reagiram à abertura e à política econômica aprofundando a especialização e a racionalização da capacidade produtiva, com forte redução de emprego (Gráfico 1). O ajuste foi realizado com baixo investimento, introduzindo mudanças organizacionais e abandonando linhas de produtos. As empresas nacionais procuraram parceiros estrangeiros para estabelecer acordos de complementação de linhas de produtos importados e de prestação de serviços no mercado doméstico.

O ajuste apresentou acentuadas desigualdades entre setores, entre empresas e mesmo no interior das empresas. A sobrevalorização da taxa de câmbio e os juros elevados fizeram com que as empresas industriais procurassem atalhos para melhorar rapidamente sua competitividade, atualizando produtos, substituindo insumos nacionais por importados e modernizando equipamentos. Paradoxalmente, a melhora rápida da eficiência dos produtores locais (tanto empresas nacionais como filiais de empresas estrangeiras) foi facilitada pelo relativo atraso tecnológico acumulado nos anos 1980, particularmente nos setores voltados para o mercado interno.

Mais uma vez, a indústria brasileira colheu os benefícios da condição de *late comer*. Em contrapartida, mais uma vez os produtores locais ficaram restritos à imitação dos avanços desenvolvidos anteriormente no exterior e, com raras exceções, não realizaram esforços genuinamente inovadores. As formas típicas de atualização tecnológica consistiram na adoção da tecnologia “incorporada” em projetos de produtos e em equipamentos adquiridos no exterior.⁴ A importação foi, do ponto de vista das empresas, o caminho mais curto e mais barato para ganhar acesso às inovações “disponíveis” no exterior e para aumentar sua competitividade.

As empresas abandonaram todas as atividades nas quais o aumento da competitividade não pudesse ser obtido com a velocidade e a economia de investimento que o câmbio apreciado e a taxa de juros exigiam. Independentemente dos ganhos imediatos de produtividade que esses movimentos possam ter gerado, a consequência, do ponto de vista do perfil da produção industrial no Brasil, foi a especialização em atividades intensivas em vantagens naturais ou com menor exposição à concorrência externa. A desarticulação das cadeias produtivas e o abandono das atividades mais intensivas em inovação caracterizaram um processo de “especialização regressiva” da produção industrial brasileira.⁵ A principal exceção foi a cadeia metal-mecânica, que combinou

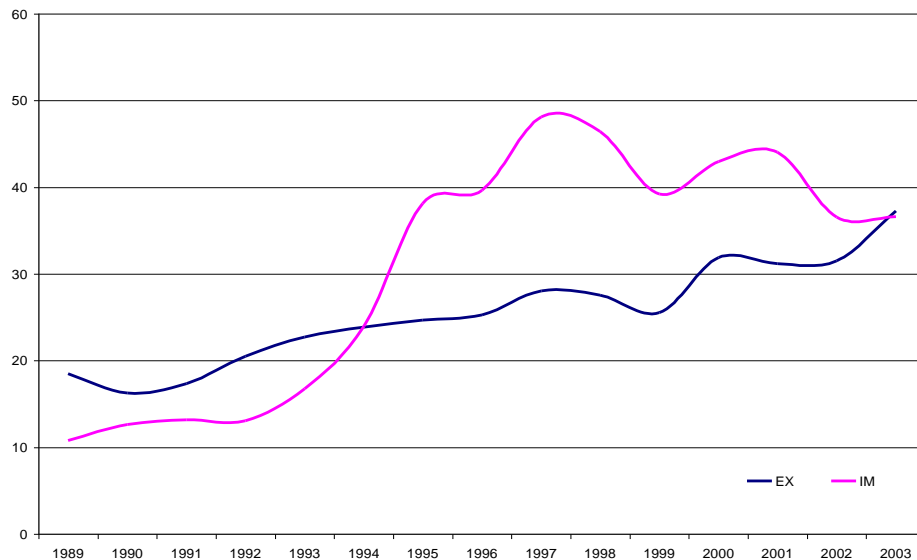
⁴ Tigre, P. B.; Cassiolato, J. E.; Souza Shapiro, M. H. de; Ferraz J. C. Mudanças institucionais e tecnologia: impactos da liberalização sobre o Sistema Nacional de Inovações. In: Baumann, R. (Org.). *Brasil: uma década em transição*. Rio de Janeiro: Editora Campus, 2000.

⁵ Coutinho, L. A especialização regressiva: um balanço do desempenho industrial pós-estabilização. In: Velloso (1997b).

vantagens naturais (extração mineral), de tecnologia e de escala (siderurgia) e outras vantagens construídas por políticas públicas, em sintonia com as estratégias das filiais estrangeiras (complexo automotivo).

Paralelamente, a expansão da produção industrial passou a demandar uma quantidade maior de divisas. A transformação do superávit no comércio de manufaturados da primeira metade da década, em déficit, a partir de 1995 (Gráfico 2), sinalizou claramente as dificuldades para sustentar a trajetória de crescimento da economia. O saldo negativo da balança comercial foi mais expressivo justamente em 1997, no momento de maior expansão da produção industrial, reforçando a interpretação de que o crescente conteúdo importado dos produtos industriais era um fator que agravava o déficit.

Gráfico 2
Exportações e importações de manufaturados
(Bilhões de dólares)



Fonte: Unctad.

As exportações de produtos manufaturados aumentaram progressivamente ao longo da década, mas como o ritmo de crescimento das importações foi maior, os déficits foram significativos. A expectativa otimista de que a abertura comercial teria um desdobramento num ciclo de investimentos e que estes, por sua vez, promoveriam um *drive* exportador, acompanhado de uma progressiva substituição de importações não se materializou. Por outro lado, as condições das finanças internacionais depois da crise da Rússia generalizaram a percepção de que o déficit na Conta Corrente do Balanço de Pagamentos era insustentável. Dessa forma, a desvalorização cambial do início de 1999 tornou-se inevitável. A partir da desvalorização, o déficit comercial nos manufaturados foi decrescente até desaparecer em 2003 (Gráfico 2).

Um fator agravante da vulnerabilidade externa foi o processo de desnacionalização da indústria ocorrido paralelamente ao da abertura comercial. As vendas de empresas nacionais para empresas estrangeiras foram estimuladas pelo processo de privatização, pela sobrevalorização cambial e pela diferença entre as taxas de juros interna e externa. As aquisições de empresas

nacionais por empresas estrangeiras ocorreram particularmente no setor serviços, mas o avanço das empresas estrangeiras na atividade econômica foi generalizado. Na indústria de transformação a desnacionalização aumentou fortemente nos setores produtores de alimentos processados, embalagens, autopeças, eletrodomésticos e cimento.

A desnacionalização aumentou a demanda por divisas da atividade industrial no Brasil, uma vez que a remessa de lucros e dividendos por parte das empresas estrangeiras veio a somar-se ao aumento das despesas com importações de bens finais, de bens de capital e de componentes, bem como ao aumento das importações de tecnologia. O aumento da demanda total por divisas associada à expansão da produção industrial, tanto em função das importações de bens e de serviços, como por conta de remessas de lucros e de juros das empresas estrangeiras, agravou a pressão sobre a Conta Corrente do Balanço de Pagamentos.

É verdade que, em tese, a demanda total por divisas das empresas industriais, nacionais e estrangeiras, poderia ter sido mais do que coberta pelo fluxo de divisas gerado pelas exportações e, no caso das empresas estrangeiras, pelo ingresso de recursos externos para investimento. Esta era, de fato, a expectativa das autoridades nacionais e dos técnicos do governo, pelo menos no primeiro mandato. A desvalorização cambial do início de 1999 foi, em certa forma, o reconhecimento de que a realidade tinha frustrado essas expectativas.

A esperada retomada do investimento também não se materializou. As pesquisas realizadas pela CNI em parceria com a Cepal mostraram que houve um aumento de curta duração (“miniciclo”) de investimento entre 1996 e 1998, com foco na racionalização.⁶ As empresas estrangeiras concentraram seus recursos na aquisição de empresas nacionais e foram relativamente escassos os investimentos criadores de nova capacidade produtiva (*greenfield*). Os setores nos quais os investidores estrangeiros construíram novas instalações e também ampliaram significativamente a capacidade foram o automotivo e o de equipamentos de telecomunicações.

Os grandes grupos nacionais concentraram seus recursos na reorganização patrimonial dos setores de insumos intermediários privatizados (siderurgia e petroquímica). O elevado endividamento restringiu seus níveis de investimento na segunda metade dos anos 1990. A despeito das aquisições realizadas, a escala dos grandes grupos nacionais manteve-se relativamente pequena em relação aos concorrentes internacionais.

Em 2003, a mudança de governo marcou uma radicalização do uso da política monetária para controlar pressões inflacionárias. Do ponto de vista da indústria a novidade positiva foi a acentuada desvalorização cambial no final do governo FHC que contribuiu para zerar o déficit comercial de manufaturados em 2003 (Gráfico 2). O desempenho da indústria no primeiro ano do governo Lula foi decepcionante (Gráfico 1), mas melhorou significativamente no ano seguinte. O crescimento do produto industrial em 2004 foi acompanhado do crescimento do emprego, revertendo a tendência verificada no ajuste desde os anos 1990.

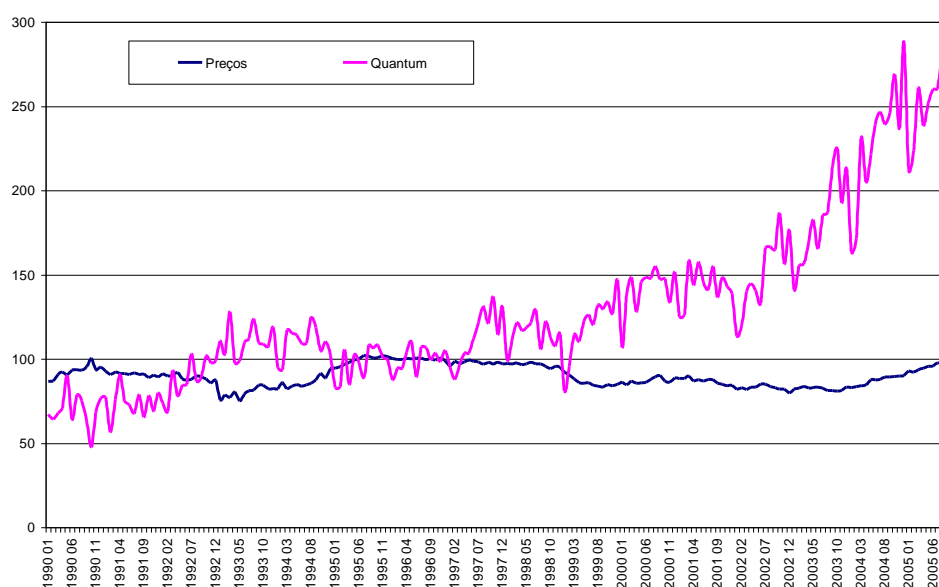
Com a política monetária freando recorrentemente o crescimento da demanda doméstica, o principal estímulo para a expansão da produção industrial somente poderia vir do exterior. Além do câmbio favorável, a demanda por insumos das economias asiáticas em rápido crescimento

6 CNI/Cepal. Investimentos na indústria Brasileira 1995/1999, características e determinantes. Rio de Janeiro: CNI, 1997. Mimeografado; Bielschowsky, R.; Abicalil, M. T.; Oliveira, J. C. de; Soares, S.; Wohlers, M. Formação de capital no ambiente das reformas econômicas brasileiras dos anos 1990: uma abordagem setorial. In: Baumann (2000).

(notadamente a China) contribuiu para o aumento das exportações brasileiras, inclusive as de manufaturados. A demanda externa em expansão provocou um significativo aumento das quantidades exportadas, em menor medida, dos preços (Gráfico 3).

A evolução favorável das exportações de manufaturados, além de dinamizar a produção industrial, alterou drasticamente a situação da balança comercial brasileira (Tabela 1). Em 2002, o pequeno déficit no comércio de manufaturados (produtos intensivos em trabalho e recursos naturais ou com algum grau de intensidade tecnológica) era financiado com uma parte do superávit nas *commodities* primárias. Em 2005, o saldo do conjunto dos manufaturados era superavitário, a despeito do elevado déficit nos produtos de alta intensidade tecnológica.

Gráfico 3
Índices de preço e de quantum das exportações de manufaturados
(1996=100)



Fonte: Funcex.

Tabela 1
Saldo comercial por tipo de produto
(Milhões de dólares)

	1999	2002	2005
<i>Commodities</i> Primárias	14682	17833	39686
Intensivas em Trabalho e Recursos Naturais	3256	4856	7624
Baixa Intensidade Tecnológica	2123	3046	8411
Média Intensidade Tecnológica	-6639	-3942	4342
Alta Intensidade Tecnológica	-10532	-7524	-11532
Outros	-4088	-3783	-3774
Total	-1199	13125	44757

Fonte: Secex. Elaboração NEIT/IE/Unicamp.

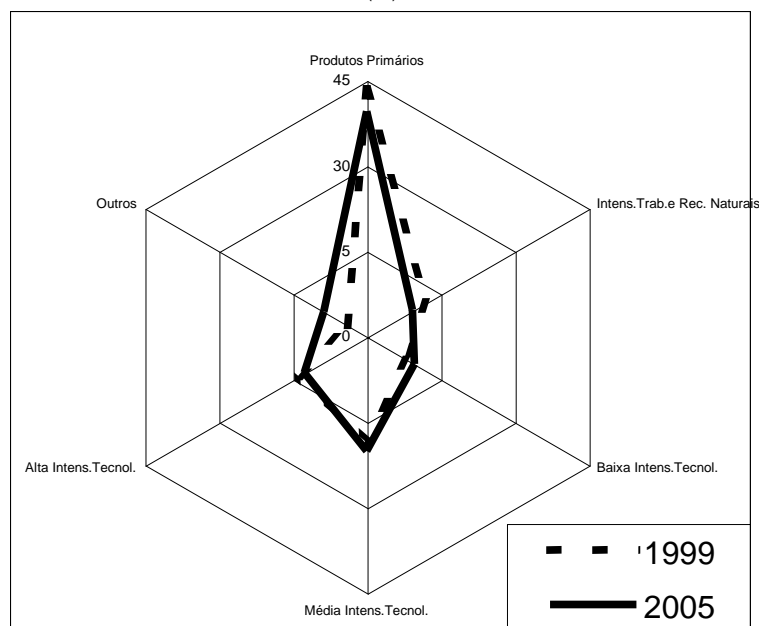
A capacidade da indústria brasileira de gerar nos últimos anos resultados favoráveis na balança comercial resulta não apenas das condições do câmbio (cada vez mais desfavoráveis, desde

2005), mas também de sua peculiar inserção internacional. Desde a abertura da economia e do ajuste dos anos FHC, a indústria, tradicional importadora de equipamentos, tornou-se também forte demandante de partes e componentes para a montagem de produtos duráveis no país. Dessa forma, o volume de importações depende do nível de investimento e, em geral, do nível da produção industrial doméstica. Por essa razão, a demanda por importações de produtos manufaturados tem permanecido relativamente reduzida.

Do lado das exportações, a indústria brasileira apresenta bom desempenho em produtos intensivos em trabalho e recursos naturais (calçados, móveis e madeira compensada e folheada), produtos de baixa intensidade tecnológica (produtos semimanufaturados de ferro ou aço não ligados, ferro fundido, laminados planos e ferroligas), de intensidade média (automóveis de passageiros, partes para veículos automóveis e veículos para transporte de mercadorias) e de intensidade alta (aviões e helicópteros, telefones celulares e álcool etílico não desnaturado e polímeros de etileno em formas primárias).⁷

Desde a abertura da economia e após os ajustes da década de 1990, a pauta de exportações tem como principal componente os produtos primários, os quais representam em torno de 40% do total de exportações. A soma dos vários tipos de manufaturados representa aproximadamente o mesmo valor. A composição da pauta tem-se mostrado relativamente estável, embora haja mudanças de um ano para outro (Gráfico 4), principalmente na participação dos diversos tipos de manufaturados.

Gráfico 4
Exportações por tipo de produto - 2005
(%)



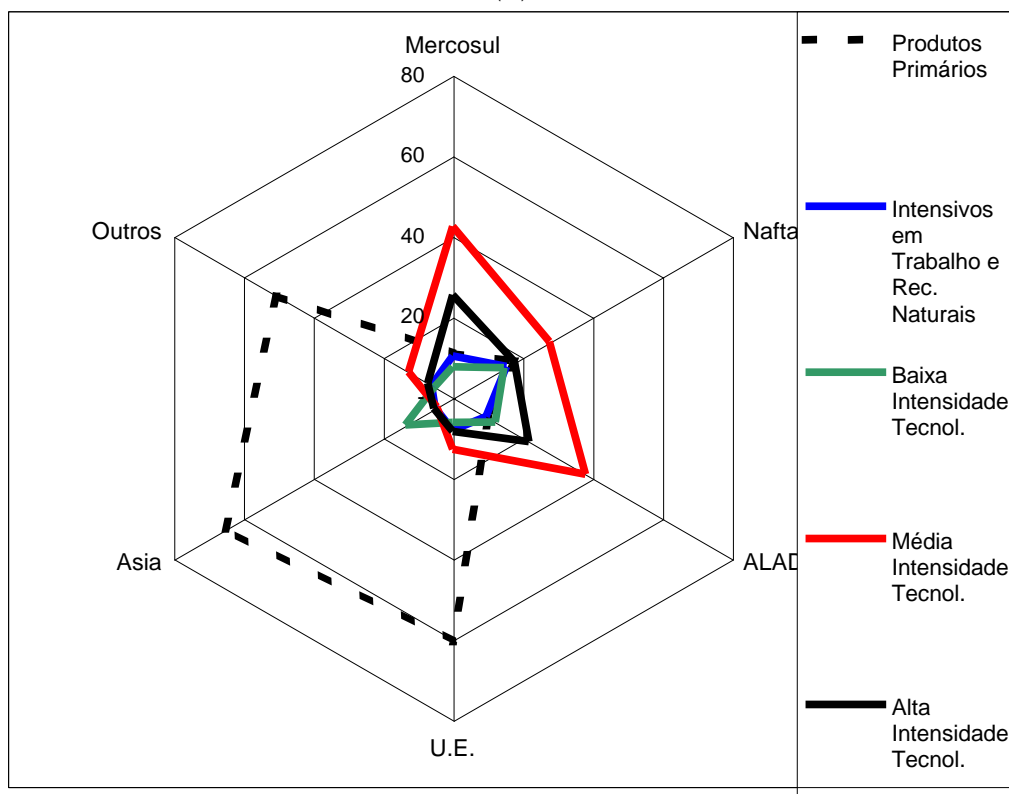
Fonte: Secex. Elaboração NEIT/IE/Unicamp.

⁷ Para uma análise da estrutura e da evolução da pauta de exportações de manufaturados ver *Boletim do NEIT*, disponível em: <www.eco.unicamp.br>.

O destino dos diversos tipos de produtos é diferenciado regionalmente (Gráfico 5). As exportações de produtos primários destinam-se predominantemente para os países da Ásia e da União Européia. O Nafta, o Mercosul e os países da Aladi são o mercado privilegiado para os produtos de alta e média intensidade tecnológica. Dessa forma, o comércio com a Ásia e com a União Européia é predominantemente do tipo interindustrial enquanto com o Nafta, com o Mercosul e com a Aladi é relativamente mais intra-industrial. Na pauta de exportações para as Américas, são determinantes os acordos comerciais (Mercosul, Aladi e acordo com o México), além das estratégias comerciais das filiais brasileiras de empresas multinacionais.

Dessa forma, o bom desempenho das exportações brasileiras depende tanto da sustentação da demanda por *commodities* primárias na Ásia e na União Européia, como da manutenção do papel das filiais de empresas estrangeiras como fornecedores de produtos de média e alta intensidade para as Américas. A importância das exportações intrafirma das filiais estrangeiras para o saldo comercial de manufaturados é significativa. A reversão do déficit comercial nos manufaturados, a partir de 2003, é em grande medida consequência do significativo aumento das exportações das filiais da cadeia automotiva, principalmente para o Nafta. Contribuíram para o aumento das vendas externas dessas filiais o elevado nível de ociosidade, a atualização tecnológica das plantas construídas no Brasil na segunda metade dos anos 1990, o câmbio favorável e os acordos comerciais com o México.

Gráfico 5
Exportações região de destino e por tipo de produto - 2005
(%)



Fonte: Secex. Elaboração NEIT/IE/Unicamp.

Embora tenha ocorrido no governo Lula uma substantiva melhora no desempenho da balança comercial cabe observar que do ponto de vista estrutural não houve mudanças significativas na indústria brasileira. A indústria continuou submetida aos periódicos choques da política monetária para abortar a expansão da demanda interna, com níveis de investimento restritos pela falta de perspectivas de crescimento sustentado. A partir de 2004 houve sensível melhora da capacidade de acumulação e da rentabilidade das empresas, mas escassez de oportunidades de investimento. As filiais estrangeiras aumentaram suas remessas para o exterior. As empresas nacionais que dependiam do mercado interno para sustentar sua expansão aumentaram suas vendas e seus investimentos no exterior, procurando mercados alternativos. Os recursos que poderiam ter sido destinados ao investimento foram distribuídos na forma de dividendos ou transformados em aplicações financeiras para aumentar o lucro não operacional.

O desempenho das exportações de manufaturados foi sustentado com investimentos relativamente baixos. Houve ampliação de capacidade nos setores exportadores de insumos industriais (siderurgia, alumínio, pasta de celulose). No caso dos bens de média intensidade tecnológica, as exportações aproveitaram o excesso de capacidade na indústria automobilística, herdado do Regime Automotivo. O aumento das exportações de produtos de alta intensidade tecnológica foi viabilizado pelos investimentos da Embraer e as instalações das filiais estrangeiras para montagem de telefones celulares, atraídas pelo *boom* do consumo desses equipamentos no mercado interno e por incentivos.

O balanço do desempenho e das transformações da indústria mostra mais continuidade do que ruptura entre o período FHC e o governo Lula, resultado da manutenção da orientação básica da política econômica. Numa visão panorâmica, o quadro mostra que o setor industrial realizou ao longo dos dois governos um intenso ajuste com aumento da competitividade, mas não conseguiu retomar uma trajetória de expansão sustentada.

Este problema não pode ser considerado apenas um reflexo das transformações que ocorreram concomitantemente em nível mundial. Não podem ser tratadas como conseqüências inevitáveis da “Terceira Revolução Industrial” ou da “Globalização”. As transformações ocorridas na indústria brasileira nos anos 1990, particularmente no governo FHC, mas também no governo Lula, foram conseqüência da combinação de tendências internacionais com condições peculiares ao Brasil, fortemente influenciadas pela orientação da política econômica.

A produção industrial brasileira experimentou sucessivas expansões de fôlego excessivamente curto. No governo FHC severas restrições de financiamento externo atuaram contra a continuidade da expansão da produção industrial. Não fosse o fato de que a própria expansão da produção industrial agravava a fragilidade externa, essas restrições poderiam ser consideradas exógenas. As raízes endógenas das restrições ao crescimento da indústria estão associadas às características da estratégia de modernização adotada pelas empresas industriais, em resposta aos estímulos estabelecidos pelo próprio governo. A especialização agravada pela desnacionalização estabeleceu uma forte restrição à expansão continuada da produção industrial brasileira, na medida em que acentuou a vulnerabilidade externa. Desta forma, no final dos anos 1990 a indústria brasileira encontrava-se na situação paradoxal de ter melhorado significativamente sua competitividade sem, entretanto, ter conseguido contribuir para aliviar o principal obstáculo

para sua expansão continuada: a restrição externa de divisas. Na prática, a estratégia de adaptação às distorções da política econômica e à economia aberta adotada pela própria indústria agravou o problema, ou seja, o padrão de internacionalização ao invés de remover os entraves ao desenvolvimento, os agravou.

O governo FHC optou por definir os condicionantes macroeconômicos e deixar que as próprias empresas escolhessem a estratégia mais adequada às suas necessidades. Pretendia-se, dessa forma, evitar os erros atribuídos à intervenção estatal no período do desenvolvimentismo. Esperava-se que o aumento na demanda por divisas das empresas industriais, nacionais e estrangeiras, seria resolvido graças ao aumento da competitividade que permitiria expandir as exportações. A crise externa de 1999 tornou evidente que a estratégia de conduzir a modernização da indústria apenas com os instrumentos da política macroeconômica, como pretendia a visão neoliberal, foi um rotundo fracasso.

A política industrial e tecnológica, que poderia ter conduzido o processo com maior eficácia e com menor custo de divisas, de renda e emprego para o País, foi tardiamente reabilitada para tentar tirar a economia e a indústria brasileiras do impasse. Ainda assim, até o final do governo FHC as iniciativas do MDIC foram bloqueadas pelo Ministério da Fazenda.

No governo Lula, as restrições externas diminuíram significativamente, mas a política econômica continuou freando qualquer esboço de reativação da demanda doméstica para estabilizar os preços. A política monetária não apenas restringiu o crescimento, mas também agravou a situação fiscal, obstaculizando a disponibilidade de recursos para investimento e fomento.

2 A Política Industrial, Tecnológica e de Comércio Exterior (PITCE)

O Brasil implementou, desde a década de 1930, políticas que visaram promover o desenvolvimento industrial. Os resultados foram, em relação às experiências de outros países em desenvolvimento, significativamente favoráveis, no sentido de que no início dos anos 1980, o Brasil contava com uma estrutura industrial diversificada e relativamente integrada. A industrialização foi, ao longo desse período, o motor do desenvolvimento da economia brasileira.

Os mecanismos para promover o desenvolvimento industrial foram variados. De modo geral, predominaram os instrumentos que visavam promover a acumulação de capital na indústria. Os investimentos industriais foram estimulados de maneira direta, com a oferta de financiamento subsidiado pelo setor público, e também indireta, melhorando a rentabilidade relativa dos empreendimentos industriais por meio de mecanismos tributários e de medidas de proteção do mercado interno.

No pós-guerra foram criados, nesse período, diversos órgãos com a função de coordenar as iniciativas governamentais e de regular as ações do setor privado (Grupos de Trabalho, Grupos Executivos, Conselhos, etc.). Foi criado também o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).

Na década de 1960 a questão da redução das desigualdades regionais e da concentração espacial do desenvolvimento industrial ganhou importância e foram estabelecidos órgãos e mecanismos específicos com esse objetivo.

A intervenção pública mais direta e mais intensa ocorreu na década de 1970 quando os esforços concentraram-se na implantação da indústria pesada (insumos industriais e bens de capital). Houve também um programa especial para o setor de telecomunicações destinado a articular a expansão da infra-estrutura com o investimento estrangeiro na produção de equipamentos, com a transferência de tecnologia para empresas nacionais privadas e com o desenvolvimento de tecnologia nacional por empresas estatais prestadoras de serviços. Paralelamente, como reação ao choque do petróleo, promoveu-se a mudança na matriz energética em favor da hidroeletricidade, a exploração e extração de petróleo e a produção de álcool como combustível para veículos automotores.

A crise da dívida no início dos anos 1980 estabeleceu novas prioridades na formulação da política industrial brasileira. A necessidade de gerar superávits comerciais significativos para enfrentar a retração das fontes externas de financiamento mudou a ênfase da política em favor de um esforço de substituição de importações e do apoio às exportações. Foram implantados sistemas administrativos para restringir as importações e implementados mecanismos para promover o crescimento das exportações. Foram criados instrumentos *ad hoc* para compensar o viés antiexportador da política implementada nas décadas anteriores (regime de *draw back*, incentivos tributários e diversas formas de subsídios aos exportadores). Paralelamente, foram estabelecidas novas regras para que as empresas privadas pudessem saldar suas dívidas em moeda estrangeira.

Na segunda metade dos anos 1980, com o retorno da democracia, tentou-se ordenar o complexo universo de instrumentos herdados das cinco décadas de apoio à industrialização. Essa tentativa plasmou-se no capítulo econômico da Constituição de 1988 e na legislação posterior que regulamentou os principais artigos. Data também desse período a criação do Ministério de Ciência e Tecnologia e a tentativa de articular explicitamente a política industrial e a tecnológica em setores *high tech*. O exemplo mais notório foi o da Política Nacional de Informática.

Nos anos 1990 houve uma ruptura em relação à trajetória dos cinquenta anos anteriores. Em linhas gerais, a mudança consistiu na redução do papel dos instrumentos de alcance setorialmente diferenciado (verticais) em favor dos instrumentos horizontais. Assim, foram eliminados os instrumentos não tarifários de proteção, foram reduzidas as diferenças setoriais nos níveis de proteção tarifária e foram eliminados os subsídios. As condições para o financiamento dos investimentos também foram mais uniformes para todos os setores. Nesse quadro de intervenções horizontais, a exceção foi a do setor de montagem da indústria automobilística, a qual recebeu tratamento favorável diferenciado, entre 1995 e 1999. A partir do ano 2000, apenas os empreendimentos das montadoras realizados nas regiões Nordeste, Norte e Centro-oeste continuaram recebendo incentivos.

Paralelamente, foram desmontadas ou desaparelhadas neste período muitas das instâncias de coordenação e de planejamento que desempenharam papel importante ao longo do processo de industrialização (conselhos interministeriais, órgãos de planejamento, etc.). A privatização das

empresas públicas também desarticulou instâncias de planejamento e coordenação nos setores de infra-estrutura, apenas muito parcialmente restabelecidas pelas agências reguladoras.

Após a crise externa de 1999, houve uma maior ênfase no apoio às exportações, principalmente por meio da oferta de financiamento doméstico compatível com as condições internacionais e da progressiva eliminação de impostos e taxas que afetavam sua competitividade. No caso do setor agropecuário, foi oferecido financiamento em condições especiais para promover o investimento em máquinas e equipamentos agrícolas, tratores, colheitadeiras, etc no âmbito do Programa Moderfrota, do BNDES. Foram também estabelecidos fundos para o financiamento das atividades de inovação (Fundos Setoriais de Desenvolvimento Científico e Tecnológico), a partir de contribuições do setor privado. Em todos estes casos as intervenções foram definidas como necessárias para corrigir distorções tributárias ou nas condições de financiamento oferecidas aos produtores nacionais (nivelar o campo de jogo).

A despeito da evidente mudança de rumo, a herança dos anos 1990 não pode ser caracterizada como *tabula rasa* em relação às décadas anteriores. Em primeiro lugar, porque apesar das profundas mudanças sobreviveu um conjunto de instituições e instrumentos herdados das décadas anteriores, em convívio com aqueles criados nos anos 1990. Em segundo lugar, porque depois da crise externa de 1999 houve algumas iniciativas isoladas para minimizar algumas das distorções geradas pela política econômica (regime monetário e fiscal), como visto acima.

Assim, as “velhas” agências responsáveis pela promoção do desenvolvimento regional (as Superintendências para o Desenvolvimento da Amazônia e do Nordeste, Sudam e Sudene, respectivamente), os incentivos e os Fundos Constitucionais para Financiamento das Regiões Centro-oeste, Norte e Nordeste (FCO, FCA e FCNE, respectivamente) sobreviveram.⁸ O BNDES, assim como as outras duas grandes instituições financeiras do governo federal, o Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal, também sobreviveram, embora com algumas de suas funções reformuladas. O mesmo aconteceu com o SEBRAE e outros arranjos institucionais criados em décadas anteriores.

O governo Lula iniciou em 2003 a formulação de uma nova política: a Política Industrial, Tecnológica e de Comércio Exterior (PITCE). Até o final de 2005, esse processo resultou num conjunto bastante abrangente de iniciativas, em estágios bastante heterogêneos de planejamento e implementação. Predominavam fortemente as ações horizontais, algumas das quais representam novas ações (a exemplo do Programa Modermaq, do BNDES, inspirado no sucesso do Programa Moderfrota, que substituiu as taxas de juros variáveis por taxas fixas no financiamento), enquanto outras foram adaptações de programas preexistentes (como os programas de apoio a pequenas e médias empresas).⁹

Houve um esforço por desonerar o investimento, a produção e as exportações. Foram zeradas as alíquotas de IPI para bens de capital (Decreto n. 5468, de 15 de junho de 2005). Foi estabelecida a isonomia tributária entre produtos importados e produzidos no país aplicando aos primeiros a contribuição para o Cofins. Foi aprovada a isenção da contribuição para PIS/Pasep e

⁸ Embora tenham sido objeto de mudanças no final do governo de FHC.

⁹ Para uma descrição detalhada das medidas implementadas após a criação da ABDI, ver *Balanço da PITCE em 2005*, disponível em: <www.desenvolvimento.gov.br>.

Cofins para a compra de máquinas e equipamentos por empresas exportadoras que exportassem pelo menos 80% de sua produção (Lei n. 11.196 de 21 de novembro de 2005).

Adicionalmente, a PITCE estabeleceu que seriam implementadas iniciativas setoriais para fortalecer a produção de semicondutores, fármacos, software e bens de capital. Apesar desse anúncio, esses setores não foram objeto de ações de fomento em grande escala, embora tenham sido objeto de Programas específicos do BNDES (Modermaq, Prosoft e Profarma, por exemplo). A iniciativa de tipo setorial mais visível foi a isenção da contribuição para o PIS/Pasep e da Cofins, incidentes sobre a venda, no varejo, de microcomputadores (Lei n. 11.196, de 21 de novembro de 2005). Ainda no campo da microeletrônica, o governo negocia com os países desenvolvidos contrapartidas na forma de investimentos e de transferência de tecnologia para a definição do padrão brasileiro de TV Digital.

As iniciativas não foram capazes de influenciar significativamente o nível de investimentos, nem de reverter problemas estruturais, mas conseguiram enfrentar problemas que estavam pendentes desde o governo FHC. A Lei de Inovação, por exemplo, foi regulamentada em Outubro de 2005. As ações mais articuladas foram na área de promoção de exportações, cujos instrumentos estavam nas mãos do MDIC e demandavam menos do Ministério da Fazenda.

Após mais de uma década sem qualquer tentativa de se fazer política industrial no Brasil, não poderiam ser subestimadas as dificuldades enfrentadas pelo Governo Federal para estruturar o planejamento, a implementação e o monitoramento das ações de fomento. Talvez por esse motivo, as medidas implementadas tenham ficado longe de constituir um conjunto articulado e acabado.

Concretamente a PITCE enfrentou desde seu início dois tipos de problemas. Em primeiro lugar, sérias dificuldades de coordenação das ações governamentais. A Lei Federal que criou a Agência de Desenvolvimento Industrial e o Conselho Nacional de Desenvolvimento Industrial, órgãos responsáveis por essa tarefa, foi somente aprovada no dia 21 de dezembro de 2004. Mesmo depois de aprovada a Lei, passou-se um período longo até que a Agência tivesse recursos mínimos para viabilizar seu funcionamento. Em segundo lugar, a rigidez na forma de utilização e na disponibilidade de recursos para implementar projetos de grande impacto. Parte importante dos recursos disponíveis estava destinada ao financiamento das exportações e os recursos disponíveis para investimento tinham elevado custo para os investidores potenciais. As tentativas de introduzir mecanismos de equalização de juros no crédito para investimento, semelhantes aos utilizados no financiamento das exportações (Proex), enfrentaram resistências intransponíveis do Ministério da Fazenda.

Independentemente de suas limitações, a experiência do governo Lula na formulação e implementação da PITCE deixa ensinamentos importantes para o futuro. Uma reflexão importante nesse sentido diz respeito às relações entre política industrial e política macroeconômica. Em teoria, ambas não são incompatíveis, pelo contrário, podem e deveriam ser implementadas simultaneamente gerando sinergias. Esta perspectiva ultrapassa a visão maniqueísta de que sejam mecanismos excludentes de alocação de recursos. Supera também a visão simplista de que a política industrial é inevitavelmente onerosa do ponto de vista fiscal e que compromete, portanto, o equilíbrio das contas públicas e a própria estabilidade de preços. Pelo contrário, uma política industrial competente poderia contribuir para remover obstáculos que eventualmente restrinjam a

eficácia da política macroeconômica e comprometam a estabilidade. Estas questões estão intimamente ligadas ao debate dos anos 1990, quando a política industrial foi estigmatizada e as práticas monetárias e fiscais ortodoxas consideradas panacéias na promoção do crescimento e do desenvolvimento.

O governo Lula deixou de lado os preconceitos relativos à política industrial, partindo de uma visão um pouco mais realista sobre a capacidade de promover crescimento e desenvolvimento exclusivamente por meio de políticas macroeconômicas “responsáveis”. Tentou transferir parte dessa responsabilidade para a PITCE, mas as metas fiscais restringiram severamente o tipo de instrumentos e o alcance dos programas governamentais.

Evidentemente, as restrições fiscais são condicionantes importantes da disponibilidade de recursos e da viabilidade de algumas iniciativas de política industrial. Condições fiscais restritivas impõem maior seletividade nas ações da política industrial e exigem metas mais modestas. Assim, de forma paradoxal, as restrições fiscais de curto acabam limitando o escopo e a escala da contribuição que a política industrial poderia prestar para melhorar a médio e longo prazos o ambiente macroeconômico e aumentar os graus de liberdade da política econômica.

Mais grave ainda foi o efeito da política monetária que recorrentemente abortou qualquer retomada do crescimento, submetendo a economia a choques de juros que agravaram a situação fiscal, aumentaram o custo de oportunidade do capital e desestimularam os investimentos privados e públicos. Não bastassem esses efeitos, a política monetária propiciou também, a partir de 2005, forte apreciação cambial, erodindo assim a rentabilidade das exportações de manufaturados. Nessas condições é utópico imaginar iniciativas importantes que transformem o perfil da indústria brasileira.

A caracterização geral das transformações experimentadas pela indústria brasileira no item anterior mostra que indústria brasileira, depois de mais de uma década de exposição mais intensa à concorrência internacional, sofre ainda de duas graves deficiências estruturais que comprometem severamente suas possibilidades de expansão: a) relativa incapacidade de gerar inovações (suprida recorrentemente e de maneira insuficiente com o acesso a tecnologias geradas no exterior); b) sérias limitações no acesso a financiamento (resultante em forte dependência no capital próprio para a realização de investimentos e para as necessidades de capital de giro). Ambas deficiências, tão antigas como a própria indústria brasileira não podem mais ser atribuídas ao fechamento da economia ou às distorções do processo de substituição de importações.

As restrições na obtenção de financiamento (disponibilidade e custo do crédito e limitações do mercado de capitais), obrigam as empresas industriais brasileiras a concorrer em forte desvantagem com as de outros países com condições de crédito mais favoráveis e de acesso a capital de terceiros. O baixo nível de endividamento é a contrapartida da utilização predominante de recursos próprios para o investimento. O autofinanciamento coloca restrições à expansão das empresas industriais, limitando sua escala e capacidade de acumulação *vis-à-vis* os concorrentes internacionais. Como resultado, observam-se no Brasil estruturas patrimoniais menos concentradas e com empresas familiares relativamente descapitalizadas em proporção maior do que em outros países industrializados.

A substituição do desenvolvimento de tecnologia própria por tecnologia importada, embora constitua um recurso útil para países atrasados (*late comers*) como o Brasil, limita as possibilidades de ampliação de espaço no mercado doméstico e internacional. A concorrência com produtos de tecnologias maduras e disponíveis exige que os produtores brasileiros conquistem mercado com forte ênfase na obtenção de custos inferiores aos dos concorrentes, restringindo a agregação de valor. A geração de tecnologia própria permitiria avançar na diferenciação de produtos, alavancando a criação de marcas próprias e potencializando a agregação de valor e a acumulação de capital.

Embora os problemas estruturais afetem de forma mais intensa as empresas nacionais, as filiais de empresas estrangeiras defrontam-se com dificuldades semelhantes, na medida em que disputam, geralmente em desvantagem, com as outras filiais de sua corporação acesso a recursos da matriz para desenvolvimento tecnológico, para ampliação de capacidade e para exportação para novos mercados. A desvantagem das filiais brasileiras decorre do seu pequeno porte em relação a outras filiais da corporação. A grande maioria das filiais de empresas estrangeiras no Brasil exerce grau limitado de autonomia, restrito a projetos que possam ser financiados com recursos da própria filial ou obtidos no mercado local.

O papel das empresas estrangeiras no desenvolvimento industrial é crítico dado o avanço da desnacionalização na década de 1990. É verdade que para as empresas multinacionais, os estímulos criados pelo regime competitivo global são muito importantes, mas os estímulos criados pelo regime local não necessariamente são insignificantes e podem ser explorados para induzir condutas mais compatíveis com os objetivos da política industrial.

Nesse sentido, vale a pena registrar a ocorrência, na segunda metade dos anos 1990, de uma inversão do desempenho relativo dos setores industriais produtores de bens finais de consumo para o mercado interno e dos produtores de intermediários para exportação. Nos anos 1980, os primeiros, cujo desempenho estava atrelado ao mercado doméstico, acumularam defasagens tecnológicas e capacidade ociosa. Os segundos, favorecidos pelo câmbio e por diversos incentivos à exportação, tiveram desempenho mais favorável e apresentaram ao final da década níveis de atualização tecnológica superiores.

Já nos anos 1990, os condicionantes do desempenho relativo desses dois grupos de setores mudaram substantivamente. O primeiro grupo beneficiou-se da recuperação da demanda doméstica, do restabelecimento dos mecanismos de crédito ao consumo e da possibilidade de substituir fornecedores locais por importações e melhorou seu desempenho. O segundo enfrentou uma taxa de câmbio desfavorável e barreiras comerciais para ampliar suas vendas no exterior. O desempenho do segundo grupo foi relativamente mais fraco que o do primeiro.

Nos poucos casos nos quais as empresas multinacionais, que lideram os setores de bens duráveis de consumo, se defrontaram com condições favoráveis no mercado doméstico, junto com políticas setoriais convenientes e com fortes pressões do regime competitivo local e global, reagiram de forma não-defensiva, realizando investimentos *greenfield*, renovando produtos e processos. Os casos mais ilustrativos são o das montadoras do setor automobilístico e o das montadoras de telefones celulares.

Não se trata, obviamente, de fazer do Regime Automotivo um modelo a ser implementado em outros setores liderados por multinacionais. Trata-se apenas de registrar que as empresas multinacionais são sensíveis às condições macroeconômicas, aos incentivos e às condições do regime competitivo local. Em outras palavras, há espaço para implementar políticas que tenham essas empresas, além das empresas nacionais, como alvo.

A experiência da PITCE mostra que a eficácia da política industrial deve ser avaliada pela capacidade de recolocar a indústria brasileira numa trajetória de crescimento sustentado. Em grande parte só conseguirá alcançar esse resultado se for adequadamente articulada com a política macroeconômica e se identificar corretamente as oportunidades emergentes no cenário internacional.

3 As oportunidades desperdiçadas

As transformações em curso na indústria mundial apresentam para os países em desenvolvimento oportunidades e ameaças. As primeiras estão relacionadas à possibilidade de atualmente poder explorar, num regime de comércio mundial mais aberto, as vantagens de custos advindas da disponibilidade de recursos naturais e de mão-de-obra barata. As ameaças estão vinculadas ao elevado custo da disputa com outros países pela atração dos novos investimentos principalmente se o retorno for relativamente baixo para a economia local em termos de valor agregado.

Nesse contexto, os países em desenvolvimento que contam com alguma base industrial e com um mercado interno dinâmico e de grandes dimensões são os mais aptos a explorar as oportunidades, minimizando os custos, uma vez que contam com condições mais favoráveis para atrair e para internalizar os efeitos multiplicadores e aceleradores dos investimentos na indústria. Neste conjunto de países, aqueles que contam com grandes empresas de capital nacional, capazes de mobilizar recursos para investir em capacidade produtiva, em tecnologia, em redes internacionais e em marcas, constituem o sub-grupo melhor posicionado.

Nos países em desenvolvimento da Ásia, a indústria revela sua capacidade de promover o crescimento em economias de perfis muito diferentes e em estágios variados de industrialização (Tabela 2). A indústria atua como motor do crescimento em países de industrialização ainda incipiente, como Vietnã, Malásia e Tailândia, mas também em países com indústrias mais maduras e diversificadas, como Índia e Coréia do Sul. A indústria de transformação promove o crescimento em países relativamente pequenos, com indústrias mais voltadas para o exterior, como Malásia e Tailândia, mas também em países com mercados domésticos de grandes dimensões, como China e Índia. Por último, o potencial de crescimento da indústria atinge tanto países que dependem da importação de matérias-primas, como Coréia do Sul e China, como aqueles com recursos naturais abundantes, como Indonésia. Esses dados sugerem que existem oportunidades diferenciadas e ao alcance de países em diferentes trajetórias de desenvolvimento.

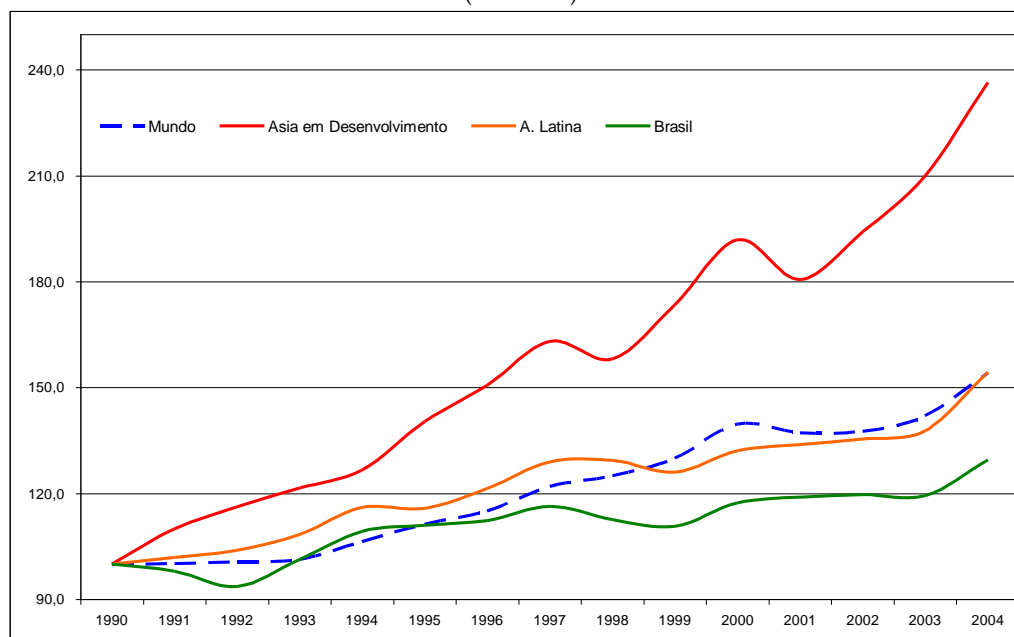
Tabela 2
Taxas de crescimento do PIB e do produto da Indústria de Transformação
1990-2003 (%)

	PIB	Indústria
China	9,6	11,7
Vietnã	7,5	11,2
Malásia	5,9	7,9
Índia	5,9	6,5
Coréia	5,5	7,4
Tailândia	3,7	6,0
Indonésia	3,5	5,5
Brasil	2,6	1,6

Fonte: Banco Mundial. *World Development Report* (2004).

No Brasil, como constatado na mesma tabela, o quadro é diferente: baixo crescimento do produto industrial e, conseqüentemente, crescimento do PIB inferior ao de todos os países da Ásia listados acima. O elevado custo da incapacidade de retomar o crescimento industrial no Brasil é ilustrado no Gráfico 6, que mostra que os países em desenvolvimento da Ásia duplicaram seu produto industrial entre 1990 e 2004. Nos países da América Latina e do Caribe o crescimento acumulado no mesmo período foi de apenas 40%. Registre-se que o desempenho brasileiro foi inferior ao do conjunto da América Latina ao longo dos quinze anos.

Gráfico 6
Crescimento do produto industrial: 1990-2004
(1990=100)



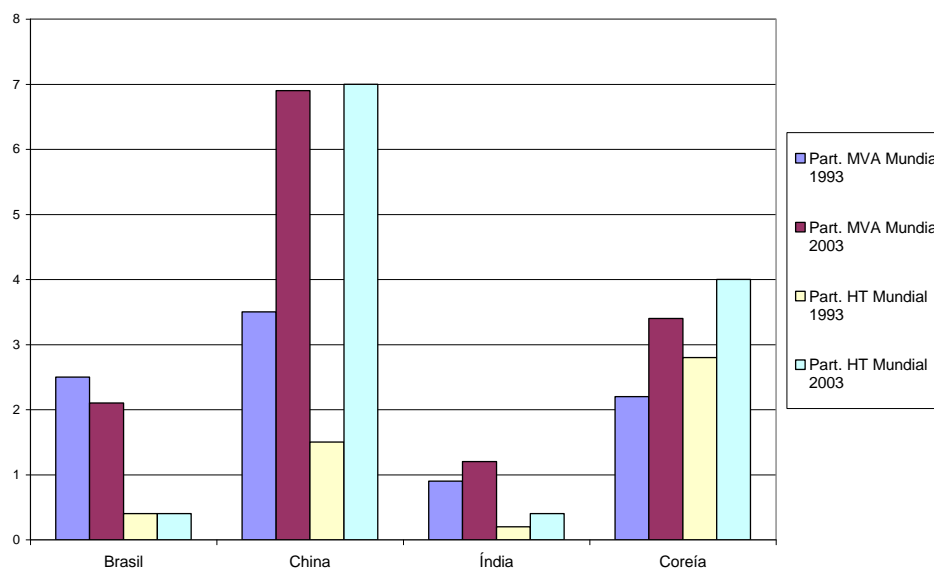
Fonte: Nações Unidas. *Monthly Bulletin of Statistics* (vários números).

Não se trata apenas de oportunidades perdidas para a indústria brasileira, mas de potencial de crescimento desperdiçado para a economia brasileira como um todo. Enquanto outros países exploravam as oportunidades de crescimento da indústria para alavancar o crescimento de suas economias, o Brasil adotou uma atitude olímpica, supostamente neutra, que deixou o campo livre para os concorrentes e desperdiçou potencial de crescimento para o País.

Ao longo dos últimos quinze anos os países concorrentes do Brasil aumentaram sua competitividade industrial e fortaleceram suas economias por meio da exploração de economias de escala, da constituição de empresas industriais de porte global, da aliança com empresas multinacionais, da conquista de fatias de mercado importantes nas economias desenvolvidas e do fortalecimento da capacidade de inovação.

As oportunidades perdidas podem ser dimensionadas comparando o *market share* do Brasil com o dos concorrentes na PIB industrial mundial total e no PIB mundial de produtos de alta intensidade tecnológica (Gráfico 7). A participação do Brasil na produção industrial mundial diminuiu entre 1993 e 2003, enquanto as da China, Índia e Coreia aumentaram. No caso dos produtos de alta intensidade tecnológica, a participação desses países também aumentou, enquanto a do Brasil permaneceu constante num nível muito baixo (0,4% do total mundial).

Gráfico 7
Participação no produto industrial mundial e na produção de bens de alta intensidade tecnológica (%)



Fonte: Unido.

Uma combinação consistente de regimes macroeconômicos que não travassem o crescimento, de financiamento adequado de longo prazo e de políticas seletivas de apoio à inovação teria permitido que o Brasil aproveitasse algumas das oportunidades capturadas por outros países. As oportunidades perdidas significam que um esforço adicional deverá ser feito

futuramente para recuperar a competitividade da indústria brasileira em relação aos seus concorrentes.

Considerações finais

A incapacidade de aproveitar as oportunidades existentes no contexto mundial favorável para promover a expansão e o desenvolvimento industrial explica em parte o desempenho medíocre da economia brasileira a partir dos anos 1990. Outros países exploraram as oportunidades que o Brasil não foi capaz de aproveitar e atingiram melhor desempenho econômico.

O Brasil construiu penosamente, durante cinquenta anos, uma estrutura industrial complexa e sofisticada que tem revelado uma capacidade incrível de sobrevivência em contextos de regimes macroeconômicos adversos. Apesar de suas fragilidades a indústria brasileira poderia contribuir mais para o crescimento e para o desenvolvimento.

O baixo crescimento da indústria brasileira é consequência do ajuste defensivo, primordialmente financeiro e de defesa das margens de lucro, das empresas industriais em fase de sucessão de expansões curtas dos negócios recorrentemente interrompidas por choques da política econômica desde 1994. A agilidade mostrada pelas empresas, principalmente no plano financeiro, revela um pronunciado instinto de sobrevivência e de aversão aos riscos inerentes ao investimento em capacidade produtiva e em desenvolvimento tecnológico.

A não adoção de estratégias mais arrojadas de expansão teve por consequência que a estrutura dos grandes grupos nacionais não evoluísse em direção às atividades de elevada densidade tecnológica e de maior potencial de crescimento. No caso das filiais de empresas estrangeiras, são poucas as que realizaram investimentos que as habilitassem para participar como fornecedores globais na divisão internacional do trabalho estabelecida pelas matrizes. As exceções são aquelas inseridas nos fluxos de comércio para os países vizinhos do Mercosul e da Aladi ou para o Nafta.

O desperdício de oportunidades para o crescimento da indústria brasileira é resultado do viés anticrescimento da política macroeconômica e da ausência de estratégia de desenvolvimento industrial na era FHC. O governo Lula não foi capaz de reverter esse quadro, apesar das iniciativas para retomar a política de desenvolvimento industrial.

SEÇÃO X

A reestruturação patrimonial do sistema bancário brasileiro e os ciclos de crédito entre 1995 e 2005

*Marcos Antonio Macedo Cintra*¹

Introdução

De modo geral, as instituições financeiras brasileiras têm se revelado altamente eficientes, aproveitando as oportunidades para maximizar seus lucros com o menor risco possível. Entretanto, permanecem disfuncionais para o financiamento do desenvolvimento econômico, dada a incapacidade de ofertar crédito de longo prazo às corporações, o que possibilitaria maior dinamismo e segurança à acumulação de capital produtivo.²

Persistentemente, o sistema bancário, espinha dorsal do sistema financeiro brasileiro, tem obtido taxas de retorno bastante elevadas. Nos períodos de estabilidade de preços internos e da taxa de câmbio, com perspectivas de expansão do produto e da renda, os bancos modificam seus portfólios de ativos, fomentando a expansão do crédito, sobretudo pessoal, com elevadas taxas de juros e de *spread* (diferença entre a taxa de captação e de empréstimo). Impulsionados pela busca do lucro e pela dinâmica concorrencial, criam crédito e ampliam o poder de compra dos agentes econômicos.³ Em um processo de reversão das expectativas, os bancos aumentam a preferência pela liquidez, tornam-se mais seletivos e retraem a oferta de crédito. Esse comportamento pode dificultar o refinanciamento dos devedores, agravando a inadimplência e as condições gerais de liquidez de algumas instituições financeiras. Enfim, nos períodos de maior incerteza e aversão ao risco procuram preservar a liquidez dos seus portfólios e obter ganhos extraordinários com a volatilidade nos preços dos ativos, inclusive nos mercados de derivativos. Os títulos públicos

1 Professor do Instituto de Economia (IE) da Universidade Estadual de Campinas (Unicamp). O autor agradece as discussões com os membros da equipe do Centro de Estudos em Relações Econômicas Internacionais do IE/Unicamp, José Carlos de Souza Braga, Simone S. de Deos, Ana Rosa Ribeiro Mendonça, Rogério P. de Andrade, Adriana Nunes Ferreira, Carla Corte e Carlos Silveira. André Camargo Cruz e Raquel Andrade Keiko elaboraram as séries históricas.

2 Há um intenso debate sobre o sistema bancário público e privado e o mercado de capitais brasileiro, ver Carvalho, Fernando J. Cardim de. Investimento, poupança e financiamento do desenvolvimento. In: Sobreira, Rogério; Ruediger, Marco Aurélio (Org.). *Desenvolvimento e construção nacional: política econômica*. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2005. p. 11-37; Kawall, Carlos. Subsidiando o debate. *Valor Econômico*, São Paulo, n. 1.467, 13 mar. 2006; Fiocca, Demian. Não rebaixemos o debate econômico. *Folha de São Paulo*, Tendências/Debates, São Paulo, 19 julho 2005. p. A3; Lessa, Carlos. Atrofiar, “privatizar” ou, se possível, fechar o BNDES. *Valor Econômico*, São Paulo, p. A11, 3 ago. 2005; Arida, Pérsio. Mecanismos compulsórios e mercado de capitais: propostas de política econômica. In: Bacha, Edmar Lisboa; Oliveria Filho, Luiz Chrysostomo de (Org.). *Mercado de capitais e crescimento econômico: lições internacionais, desafios brasileiros*. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria Ltda e Anbid, 2005. p. 205-214; Moura, Alkimar R. Desenvolvimento financeiro e qualidade dos ajustes macroeconômicos: notas sobre o caso brasileiro. In: Bacha, Edmar Lisboa; Oliveria Filho, Luiz Chrysostomo de (2005, p. 187-197); e Hermann, Jennifer. Financiamento de longo prazo: revisão do debate e propostas para o Brasil. In: Sicsú, João; Oreiro, José Luís; Paula, Luiz Fernando de (Org.). *Agenda Brasil: políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços*. Barueri, SP: Editora Manolo e Fundação Konrad Adenauer, 2003. p. 241-293.

3 Ver, Keynes, John Maynard. *The general theory of employment, interest and money*. London: Macmillan Press Ltd., 1936 (Tradução brasileira *A teoria geral do emprego, do juro e da moeda*. São Paulo: Nova Cultural, 1985. “Os Economistas”) e Minsky, Hyman P. *Stabilizing an unstable economy*. New Haven: Yale University Press, 1986.

oferecem a possibilidade de elevadas taxas de retornos, com baixo ou nulo risco de crédito e ampla liquidez, garantida pelas autoridades econômicas (Banco Central e Tesouro).

Assim, os ciclos de crédito costumam apresentar movimentos relativamente curtos. Um conjunto de fatores contribui para a determinação da amplitude desses ciclos: elevada taxa de juros básica real, altos *spreads* bancários, baixo grau de alavancagem do sistema bancário, baixo nível de renda da população, movimentos de *stop and go* do produto e da renda etc.⁴ A ampliação do crédito nesse contexto deteriora as condições de pagamento dos devedores, aumentando, mais cedo ou mais tarde, a inadimplência. A elevação do custo do crédito e o risco de inadimplência das carteiras desencadeiam uma significativa contração da liquidez na economia. Os bancos se tornam mais seletivos e elevam as provisões contra crédito de liquidação duvidosa, revertendo a tendência expansiva.

Este trabalho está dividido em quatro seções após esta introdução. Na primeira seção, discute-se o ciclo de crédito ocorrido logo após o advento do Plano Real. Com a estabilização dos preços, as instituições financeiras substituíram os ganhos com o *floating* inflacionário pelas receitas de operações de crédito, algumas com avaliações pouco adequadas dos riscos, outras se revelaram incapazes de operar em ambiente macroeconômico estável, o que desencadeou acentuada reestruturação patrimonial, com a entrada de grandes instituições financeiras estrangeiras, durante os governos de Fernando Henrique Cardoso (FHC). Na segunda seção, analisam-se os determinantes do ciclo de crédito durante os três primeiros anos do governo de Luiz Inácio Lula da Silva (Lula), uma vez que a reestruturação patrimonial ocorrida foi de pequena monta. Na terceira seção, detalha-se o papel do crédito direcionado no ciclo de crédito do governo Lula. Finalmente, nas considerações finais delineiam-se as condições de sustentabilidade do novo ciclo de crédito e levantam-se alguns elementos sobre o papel das instituições financeiras públicas federais e do crédito dirigido no desenvolvimento econômico e social.

1 A estabilização e a reestruturação patrimonial entre 1995 e 2002

O Plano Real marcou o início de importantes transformações no sistema financeiro brasileiro. Houve uma redução no número de instituições em praticamente todos os segmentos, exceto entre os bancos de investimento, as cooperativas de crédito e em novas atividades (companhias hipotecárias, agências de fomento e sociedades de crédito ao microempreendedor). Entre 1995 e dezembro de 2002, houve uma redução de 62 bancos múltiplos, 12 bancos comerciais, 66 sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários, 182 sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários, 86 consórcios. Isso significa que 437 instituições financeiras desapareceram,

⁴ Entre 1994 e 2005, a economia brasileira tem apresentado recorrentes ciclos de *stop na go*, isto é, sucessões de fases de baixo crescimento, por períodos curtos, seguidos por desacelerações. A fase de desaceleração não costuma ser acentuada, nem a do crescimento eufórica. Como afirma Carvalho, Fernando J. Cardim de. Não confundir gasto público com déficit público. *Princípios*, São Paulo, n. 84, abr./maio 2006. p. 23-29: “De fato, o *stop and go* tem dois lados: se não crescemos muito nos tempos melhores também não nos ocorrem catástrofes quando caímos. (...) não nos machucamos muito, mas também nunca nos levantamos completamente e caímos antes que tenhamos aprendido a nos manter de pé” (p. 24). Ver também, Cintra, Marcos Antonio Macedo. Suave fracasso: a política macroeconômica brasileira entre 1999-2005. *Novos Estudos*, São Paulo: Centro Brasileiro de Análise e Planejamento (Cebrap), n. 73, p. 39-56, nov. 2005.

mediante diferentes processos de fusões e aquisições, transferência de controle acionário e intervenção ou liquidação por parte do Banco Central.

Por sua vez, os bancos de investimento aumentaram em 6 instituições; as sociedades de crédito, financiamento e investimento, em 3 e; as cooperativas de crédito, em 450. Finalmente, foram criadas novas instituições em novos segmentos, tais como 6 companhias hitopecárias,⁵ 10 agências de fomento⁶ e 37 sociedades de crédito ao microempreendedor.⁷

Com relação ao setor bancário, o fim da inflação alta e crônica e a redução das receitas proveniente do *floating* de recursos promoveram uma alteração profunda no ambiente macroeconômico, modificando as perspectivas de rentabilidade e as estratégias de concorrência dessas instituições. Por um lado, as instituições bancárias perderam acesso aos ganhos inflacionários. Por outro lado, passaram a promover políticas ativas de expansão dos empréstimos, sobretudo de curto prazo, beneficiando-se do aumento da demanda real por crédito.⁸ O estado de confiança criado pela expectativa de estabilização dos preços levou os consumidores, sobretudo os de renda mais baixa, a ampliar a demanda por bens de consumo duráveis, devido ao aumento real e a preservação do poder de compra dos salários associados à queda da inflação. A expansão da demanda por bens de consumo duráveis desencadeou o crescimento da demanda por crédito dos setores comercial e industrial (ver Gráfico 1).⁹ A ampliação do grau de abertura financeira e as condições internacionais de liquidez viabilizam o acesso dos agentes financeiros domésticos ao *funding* externo, favorecendo a expansão dos empréstimos.

Nesse contexto de expansão creditícia, o governo procurou conter as pressões inflacionárias associadas com o aumento da demanda, implementando um conjunto de medidas restritivas. Os principais instrumentos utilizados foram a manutenção de taxas de juros reais muito elevadas e o aumento nos percentuais dos depósitos compulsórios. A contração da liquidez conduziu ao encarecimento do crédito. Inicialmente, no entanto, a elevação das taxas de juro não produziu a

⁵ Instituições financeiras não subordinadas às normas do Sistema Financeiro de Habitação. Têm como objetivos principais: conceder financiamentos destinados à produção reforma ou comercialização de imóveis residenciais ou comerciais e lotes urbanos; comprar, vender e financiar créditos hipotecários próprios ou de terceiros; administrar créditos hipotecários próprios ou de terceiros etc.

⁶ As agências de fomento foram criadas pela Medida Provisória n. 1.514/1996, têm origem nos bancos estaduais. Operam a partir de recursos do orçamento da União, Estados e Municípios, podendo captar recursos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e de instituições multilaterais, tais como o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) e o Banco Mundial. Não podem captar recursos junto ao público.

⁷ As sociedades de crédito ao microempreendedor regem-se pela Lei n. 10.194, de 14 de fevereiro de 2001, e têm por objeto social exclusivo a concessão de financiamentos a pessoas físicas e a microempresas, com vistas à viabilização de empreendimentos de natureza profissional, comercial ou industrial, de pequeno porte, equiparando-se às instituições financeiras para os efeitos da legislação em vigor. São, portanto, instituições financeiras especializadas em microcrédito produtivo (destinado ao financiamento do capital de giro e de investimentos de microempreendedores, formais e informais). Não podem operar com crédito ao consumo, mesmo que de pequeno valor. A maioria era empresas de *factoring* (de compra de cheques pré-datados) que, ao se transformarem, passaram a ser fiscalizadas e reguladas pelo Banco Central.

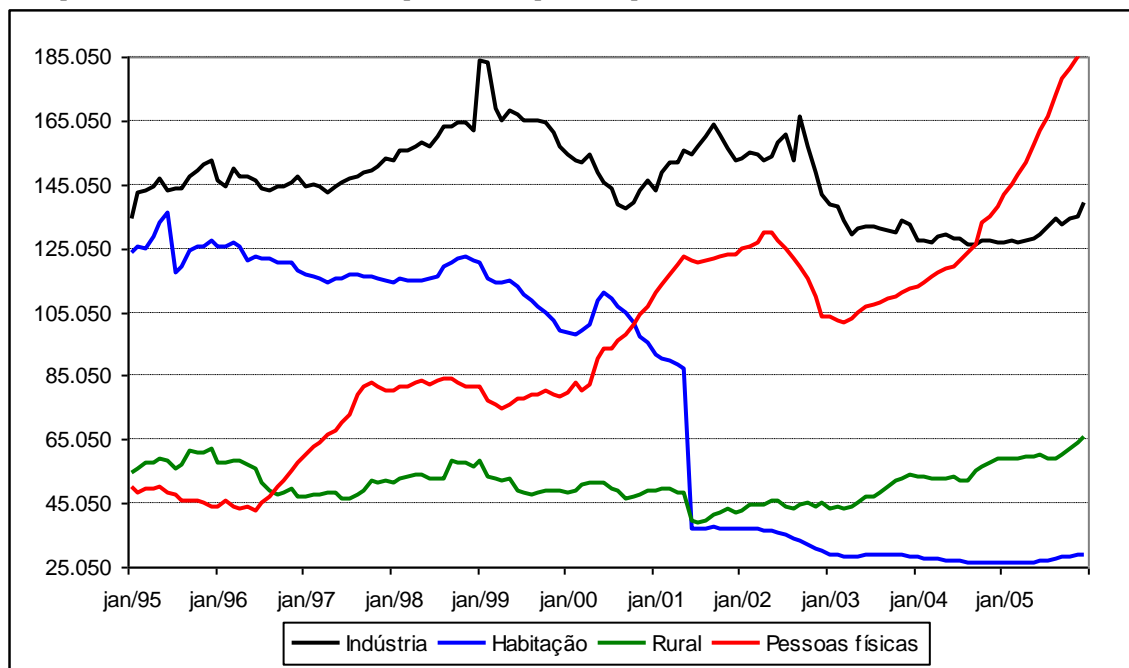
⁸ Freitas, M. Cristina Penido de. Política financeira, fragilidade e reestruturação bancária. In: Carneiro, Ricardo (Org.). *Gestão estatal no Brasil: armadilhas da estabilização, 1995-1998*. São Paulo: Edições Fundap, 2000. p. 237-295.

⁹ Todos os valores indicados foram trazidos para preços de dezembro de 2005, utilizado o Índice Geral de Preços-Disponibilidade Interna (IGP-DI), calculado pela Fundação Getúlio Vargas do Rio de Janeiro. As informações originais estão disponíveis na página eletrônica do Banco Central - <http://www.bcb.gov.br/ftp/notaecon/emprsfzn.zip>.

contenção da demanda e da oferta de crédito: o volume de empréstimos do sistema financeiro ao setor privado e, em particular, ao segmento de pessoas físicas aumentou significativamente.¹⁰ O montante de empréstimos destinados ao comércio e a indústria também cresceu, como reflexo das expectativas favoráveis em relação ao desempenho da economia em condição de estabilidade dos preços e de câmbio.

Gráfico 1

Empréstimos do sistema financeiro para o setor privado, por atividade - R\$ milhões dez./2005 - IGP-DI

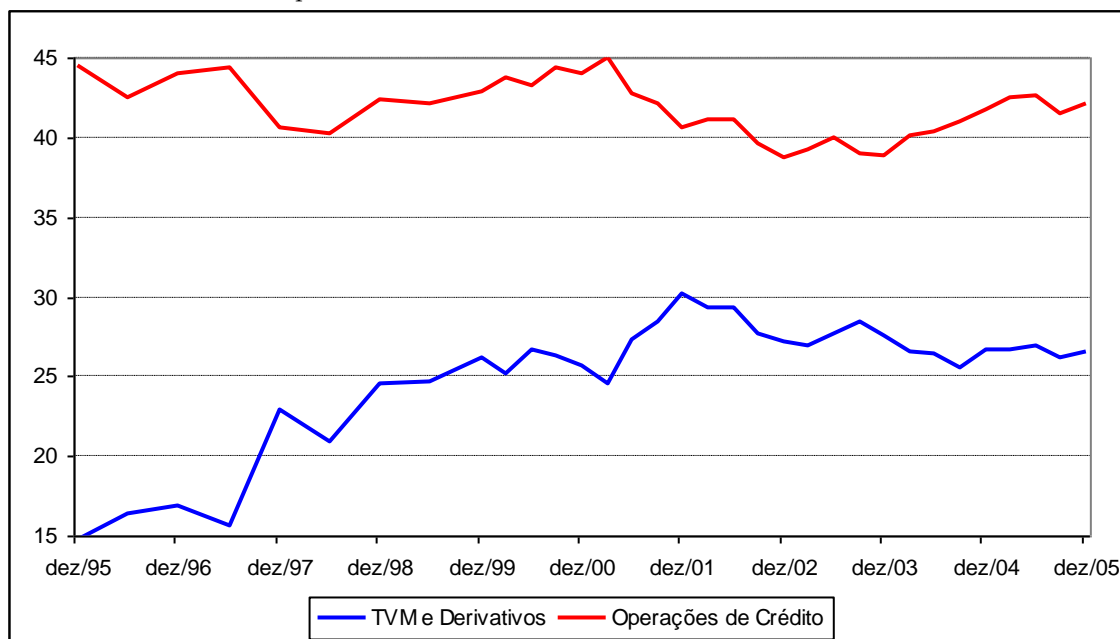


Fonte: Banco Central do Brasil. Disponível em: <<http://www.bancocentral.gov.br>>.

Com a subida das taxas de juros e o aumento da inadimplência, os bancos foram se tornando mais seletivos, dificultando o refinanciamento dos devedores não-financeiros e das instituições bancárias mais dependentes do interbancário. O aumento da inadimplência levou os bancos a privilegiar as operações de tesouraria, sobretudo as operações no mercado de títulos da dívida pública (ver Gráfico 2). Esse movimento resultou em graves dificuldades para algumas instituições. Inicialmente, os pequenos bancos e aqueles criados a partir de instituições financeiras não-bancárias foram os mais atingidos. Não tinham estrutura para operar em um ambiente não-inflacionário. Todavia, a insegurança do público na solidez do setor bancário e, no mercado interbancário, provocou aumento na aversão ao risco, desencadeando um “empocamento da liquidez”, com bancos deficitários encontrando restrições para obter financiamentos.

¹⁰ Ver, Freitas (2000, p. 242).

Gráfico 2
Participação de títulos, valores mobiliários e derivativos e das operações de crédito nos ativos dos bancos brasileiros



Fonte: Banco Central do Brasil. Disponível em: <<http://www.bancocentral.gov.br>>.

Em agosto de 1995, o Banco Central interveio no Banco Econômico e em novembro, no Banco Nacional. Em março de 1997, o controle do Banco Bamerindus foi passado para o *Hong Kong Shanghai Banking Corporation* (HSBC). O ciclo de expansão do crédito que já vinha perdendo fôlego se inverteu com o aprofundamento da crise cambial e financeira dos países asiáticos mediante o efeito contágio sobre os demais países em desenvolvimento. Após a crise da Rússia, as condições de financiamento externo da economia brasileira se deterioraram, agravadas com a perda de reservas, o que levou à assinatura de um acordo de US\$ 42 bilhões com o Fundo Monetário Internacional (e o apoio de organizações multilaterais e Tesouros dos países centrais) em novembro de 1998.

Para impedir a eclosão de uma crise bancária sistêmica, o governo implementou um conjunto de medidas: criou o Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (Proer – Medida Provisória 1.179, de 3 de novembro de 1995, e Resolução do CMN n. 2.208, da mesma data);¹¹ regulamentou o Fundo Garantidor de Créditos (Resolução do CMN n. 2.211, de 16 de novembro de 1995); e aumentou o capital mínimo para abertura de novos bancos (Resolução 2.212, de 16 de novembro de 1995). Foram ampliados ainda os poderes de intervenção do Banco Central em instituições com problemas de insolvência e iliquidez por meio da Medida Provisória n. 1.812/1995 (Lei n. 9.447, de 14 de março de 1997). Essa medida permite à autoridade monetária exigir das instituições com problemas de iliquidez, previamente à decretação da intervenção e da liquidação extrajudicial, a realização de aportes de capital ou a transferência do controle acionário e/ou a reorganização societária mediante fusões, incorporações

¹¹ As operações sob o amparo do Proer somaram R\$ 20,36 bilhões, entre 1995 e 1997. Ver Vidotto, Carlos Augusto. *O sistema financeiro brasileiro nos anos noventa: um balanço das mudanças estruturais*. Tese (Doutoramento)–Instituto de Economia da Unicamp, Campinas, 2002.

e cisões. O Banco Central passou a implementar também as regras do Acordo de Basiléia I, definidas pelo *International Basle Committee on Banking Regulations and Supervisory Practices* (Comitê de Basiléia). Pela Resolução n. 2.099 de 26 de agosto de 1994, foi exigido um índice de Basiléia – capital sobre ativos ponderados pelos riscos – de 8%, tal como sugerido no Acordo, mas posteriormente elevado para 11% (Resolução n. 2.399 de 25 de junho de 1997). A Resolução 2.682, de 21 de dezembro de 1999, introduziu um sistema de classificação das exposições de crédito em nove níveis, sendo que cada nível de risco estaria associado a um percentual de provisão.

Além disso, o governo procurou estimular o ingresso de instituições estrangeiras no setor bancário nacional. Legalmente, a entrada de bancos estrangeiros estava vedada (Artigo 192 da Constituição Federal de 1988). Entretanto, o Executivo passou a utilizar brechas da legislação (Artigo 52 do Ato das Disposições Constitucionais Transitórias) para reconhecer como de “interesse do governo brasileiro” o aumento da participação estrangeira no capital de instituições financeiras específicas.

De acordo com o Banco Central, a entrada do capital estrangeiro no sistema financeiro doméstico ocorreu, principalmente, pelo segmento dos bancos que enfrentavam problemas patrimoniais, mas houve também a venda de grandes instituições varejistas domésticas (Banco Real ao ABN-AMRO Bank em 1998). Nesse processo, houve um aumento da participação das instituições estrangeiras e uma redução das instituições públicas, especialmente das estaduais.

A reestruturação dos bancos estaduais foi realizada mediante o Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária (Proes – Circular do Banco Central n. 2.742 de 1997), pela qual o Banco Central definiu as instituições financeiras, sob controle dos Estados da federação, que poderiam solicitar o apoio financeiro, e as condições de acesso aos recursos. Dos bancos estaduais existentes em 1996, dez foram extintos, seis privatizados pelos governos estaduais, sete federalizados para posterior privatização, cinco reestruturados com recursos do Proes e três não participaram. Foi ainda autorizada a instalação de quatorze agências de desenvolvimento (que não aceitam depósito do público, portanto não são consideradas bancos).¹²

Por sua vez, as instituições financeiras públicas federais foram capitalizadas por meio da Medida Provisória n. 2.196, de 28 de junho de 2001, que instituiu o Programa de Fortalecimento das Instituições Financeiras Federais, o qual procurou adequar os bancos públicos a uma forma de regulamentação bancária semelhante a dos bancos privados.¹³ O objetivo dessa nova legislação era refletir “padrões internacionais estabelecidos pelo Acordo de Basiléia”. Essa legislação tornaria os bancos públicos federais “mais fortes, mais competitivos e, sobretudo, mais transparentes”. Alegava-se a necessidade de impor aos bancos públicos federais “a mesma disciplina a que estão submetidos os bancos privados”. A ênfase na lógica empresarial privada foi colocada no mesmo

¹² De acordo com o Banco Central, o custo do Proes foi estimado em US\$ 50,6 bilhões. Ver, Salviano Junior, Cleofas *Bancos estaduais: dos problemas crônicos ao Proes*. Brasília, D.F.: Banco Central do Brasil, 2004. Disponível em: <<http://www.bancocentral.gov.br>>.

¹³ Na verdade, o Banco do Brasil foi capitalizado em 1996, com a inadimplência do setor rural. Houve um aporte de capital mediante a emissão de novas ações no valor de R\$ 8 bilhões, sendo R\$ 6 bilhões do Tesouro Nacional e R\$ 2 bilhões da Previ. Para a reestruturação dos bancos federais, ver Vidotto (2003).

nível da suposta “missão institucional” de cada instituição. As medidas implicaram em uma emissão líquida de R\$ 29,8 bilhões em novos títulos de dívida pública federal.

A preferência dos bancos estrangeiros no mercado doméstico foi pela formação de bancos múltiplos e com controle do capital votante. O número de bancos (comerciais e múltiplos), com controle estrangeiro, aumentou de 21 para 61 entre 1995 e 2001, patamar reduzido para 56 em 2002; com participação estrangeira caiu de 28 para 11, no mesmo período. Mediante a Resolução n. 2.815, de 24 de janeiro de 2001, do Conselho Monetário Nacional, foi flexibilizada a interpretação da vedação constitucional existente em relação à instalação, no país, de novas agências de instituições financeiras domiciliadas no exterior, tornado possível tal procedimento nos casos de instituições nacionais com participação ou controle estrangeiros, sem a necessidade de autorização por decreto presidencial. Essa alteração ganhou relevância uma vez que tais instituições representam cerca de 87% do total das instituições “estrangeiras” radicadas no país.

O aumento do número de bancos estrangeiros refletiu-se na maior participação deste segmento no total de ativos do setor, que passou de 7,2% em 1994 para 29,9% em 2001, caindo para 27,4% em dezembro de 2002 (ver Tabela 1).¹⁴ Aparece também na captação dos depósitos bancários, que subiram de 4,6% para 19,8% e, na oferta de operações de créditos, que cresceram de 5,2% para 29,9%, no mesmo período (ver Tabelas 2 e 3). O significativo crescimento observado, sem dúvida, originou-se na aquisição e/ou incorporação de instituições financeiras nacionais, públicas e privadas.

Tabela 1
Participação das instituições nos ativos da área bancária

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Bancos Públicos	51,4	52,2	50,9	50,1	45,8	43,0	36,6	32,0	34,7	37,2	34,4
B. Públicos (+ Caixas Estaduais)	18,2	21,9	21,9	19,1	11,4	10,2	5,6	4,3	5,9	5,8	5,5
Banco do Brasil	18,3	13,9	12,5	14,4	17,4	15,8	15,6	16,8	17,1	18,4	17,4
Caixa Econômica Federal	15,0	16,4	16,5	16,6	17,0	17,1	15,4	11,0	11,7	13,0	11,5
Bancos Privados	48,4	47,6	48,8	49,6	53,7	56,3	62,6	67,1	64,3	61,5	64,2
Nacionais	41,2	39,2	39,0	36,8	35,3	33,1	35,2	37,2	36,9	40,8	41,8
Estrangeiros	7,2	8,4	9,8	12,8	18,4	23,2	27,4	29,9	27,4	20,7	22,4
Cooperativas de Crédito	0,2	0,2	0,3	0,4	0,5	0,7	0,8	0,9	1,0	1,3	1,4
Total de Bancos	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: Cosif – Banco Central do Brasil. Disponível em: <<http://www.bancocentral.gov.br>>.

A expansão dos bancos estrangeiros foi acompanhada por um relativo encolhimento do segmento privado nacional, mas em maior proporção do segmento público (que inclui as Caixas Estaduais, mas exclui o Banco do Brasil, a Caixa Econômica Federal e o Banco Nacional de

¹⁴ Para diferentes avaliações sobre os impactos da entrada dos bancos estrangeiros no mercado financeiro doméstico, ver Freitas, M. Cristina Penido de. Abertura do sistema financeiro brasileiro ao capital estrangeiro. In: Freitas, Maria Cristina Penido de (Org.). *Abertura do sistema financeiro brasileiro nos anos 90*. São Paulo: Edições Fundap e Fapesp/Brasília: IPEA/Seplan, 1999. p. 101-173; Boechat Filho, Dalton; Melo, Enilce Leite; Carvalho, Fernando José Cardim de. *O novo perfil do sistema financeiro*. Rio de Janeiro: Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto, 2001. (Relatório Econômico); Carvalho, Carlos Eduardo; Studart, Rogério; Alves Jr., Antônio José. *Desnacionalização do setor bancário e financiamento das empresas: a experiência brasileira recente*. Brasília, D.F.: Cepal/Ipea, 2002. (Texto para Discussão, n. 882); e Vidoto (2002).

Desenvolvimento Econômico e Social). A participação dos bancos privados nacionais no total de ativos do sistema recuou de 41,2% em 1994 para 33,1% em 1999, mas voltou a se recuperar para 36,9% em dezembro de 2002. A participação dos bancos públicos caiu de 18,2% em 1994 para 5,9%, no mesmo período (ver Tabela 1). Ainda no que se refere aos bancos públicos, a participação no total de depósitos reduziu de 16,5% para 7,4%; no total de créditos, de 18,9% para 4,8% no período considerado (ver Tabelas 2 e 3).

Tabela 2
Participação percentual das instituições nos depósitos da área bancária

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Bancos Públicos	55,9	58,0	61,2	59,1	51,2	50,6	43,9	43,2	42,1	42,4	39,3
B. Públicos (+ Caixas Estaduais)	16,5	16,1	18,7	17,1	13,3	11,5	7,4	7,2	7,4	7,3	6,6
Banco do Brasil	15,1	17,6	16,0	18,0	17,4	19,1	17,1	17,0	17,7	18,6	17,1
Caixa Econômica Federal	24,4	24,3	26,6	24,1	20,5	19,9	19,5	19,1	16,9	16,5	15,6
Bancos Privados	43,9	41,8	38,4	40,4	48,2	48,6	55,1	55,5	56,4	55,8	59,3
Nacionais	39,4	36,4	34,1	32,9	33,1	31,8	33,9	35,3	36,6	38,2	39,4
Estrangeiros	4,6	5,4	4,4	7,5	15,1	16,8	21,1	20,1	19,8	17,6	19,9
Cooperativas de Crédito	0,2	0,2	0,3	0,5	0,6	0,8	1,0	1,3	1,5	1,8	1,4
Total de Bancos	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: Cosif - Banco Central do Brasil. Disponível em: <<http://www.bancocentral.gov.br>>.

A despeito dessa queda, permaneceu relevante o papel das instituições públicas no setor bancário – especialmente, no volume de depósitos, cuja parcela atingiu 42,1% em dezembro de 2002 –, em razão da forte presença do Banco do Brasil e da Caixa Econômica Federal, que representam 28,8% do total de ativos do setor bancário. As cooperativas de crédito respondem por um número expressivo de instituições, 1.430 em dezembro de 2002, porém representam apenas 1% dos ativos totais do sistema bancário; 1,5% dos depósitos e 1,8% das operações de créditos.¹⁵

Tabela 3
Participação percentual das instituições nas operações de crédito da área bancária

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Bancos Públicos	59,1	62,1	58,1	52,2	53,2	47,5	39,1	24,8	28,6	32,7	31,3
B. Públicos (+ Caixas Estaduais)	18,9	23,5	23,5	10,3	8,9	8,1	5,1	3,1	4,8	4,5	4,4
Banco do Brasil	19,9	16,0	10,6	11,0	12,1	10,6	11,0	14,5	16,2	20,4	19,4
Caixa Econômica Federal	20,4	22,6	24,0	30,9	32,3	28,7	23,0	7,1	7,6	7,9	7,5
Bancos Privados	40,5	37,5	41,4	47,1	45,9	51,4	59,7	73,6	69,7	65,1	66,4
Nacionais	35,4	31,8	32,7	35,4	31,0	31,7	34,5	42,1	39,7	41,3	41,3
Estrangeiros	5,2	5,7	8,6	11,7	14,9	19,8	25,2	31,5	29,9	23,8	25,1
Cooperativas de Crédito	0,3	0,4	0,5	0,7	0,9	1,1	1,2	1,6	1,8	2,1	2,3
Total de Bancos	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: Cosif - Banco Central do Brasil. Disponível em: <<http://www.bancocentral.gov.br>>.

¹⁵ De acordo com o Banco Central, entre as cooperativas de crédito predominam as de crédito mútuo/empregados com 601; seguidas pelas de crédito rural, 443 e; pelas de crédito mútuo/atividade profissional, 264.

As instituições estrangeiras, por suas relações com as matrizes, ganharam terreno na intermediação de recursos externos. Em 1995, os bancos estrangeiros respondiam por 31% dos recursos externos captados pelo setor bancário; no biênio 1999-2000, alcançaram 55,6% em média. Os bancos nacionais perderam participação de 69,1% para 45,5%, no mesmo período, mas recuperaram uma pequena parcela do terreno perdido, atingindo 48,3% em dezembro de 2002 (ver Tabela 4). Inicialmente, a maior participação estrangeira na captação de recursos externos foi acompanhada por uma relativa especialização de tarefas: os bancos estrangeiros concentraram sua atuação no financiamento ao comércio exterior e na montagem e estruturação das emissões de títulos no exterior, os bancos privados brasileiros foram mais ativos nas operações de repasses. Posteriormente, com a internacionalização dos principais agentes nacionais eles também foram ganhando expertise na estruturação de processos de emissão de dívidas no exterior.¹⁶

Tabela 4
Participação dos bancos na captação externa na área bancária (%)

Instituição	Em percentagem									
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Bancos nacionais	69,1	68,2	58,0	53,7	45,2	45,5	50,4	48,3	53,9	52,7
Bancos com controle estrangeiro	22,8	25,1	26,5	27,3	38,9	42,4	37,3	36,0	31,8	27,5
Bancos com participa. estrangeira	8,1	6,6	15,5	19,1	15,8	12,1	12,3	15,7	14,4	19,9
Área Bancária	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: Cosif – Banco Central do Brasil. Disponível em: <<http://www.bancocentral.gov.br>>.

Em suma, as instituições financeiras estrangeiras ampliaram a participação nos ativos, nos depósitos, nas operações de crédito e nas transações com o exterior. Essa ampliação do papel das instituições financeiras estrangeiras no mercado financeiro doméstico ocorreu, sobretudo, em função da redução da participação dos bancos públicos estaduais mediante privatizações e/ou extinções. Entretanto, as alterações na estrutura bancária não dependeram apenas de ações das autoridades econômicas. A flexibilização da legislação veio ao encontro da estratégia dos bancos internacionais, que procuravam fortalecer suas posições globais, para diversificar suas fontes de receitas.¹⁷

Por sua vez, os bancos nacionais desencadearam ações reativas, acompanhando os desdobramentos do sistema. Em primeiro lugar, os bancos modificaram suas próprias estratégias, adotando novas tecnologias, criando novos produtos (inovações financeiras) e explorando novos mercados. Os três maiores bancos privados nacionais (Bradesco, Itaú e Unibanco) ampliaram seus níveis de internacionalização, passando a ter mais de 20% dos seus ativos totais no mercado

¹⁶ No segmento de *corporate banking*, a concorrência entre os bancos internacionais – Citigroup, ABN AMRO Bank, Santander, BBVA, BNP Paribas, WestLB, HSBC – e o Banco do Brasil passou a reduzir os *spreads* e ampliar os prazos das operações de empréstimos externos sindicalizados às grandes corporações no início de 2006. Foram desenvolvidas operações com *spread* abaixo de 1% ao ano sobre a Libor (taxa interbancária de Londres), sem qualquer garantia, seguro ou vínculo com as exportações, por prazo de sete anos. Em operações vinculadas às exportações, com prazo de sete anos, com três de carência, o *spread* caiu para 0,625% ao ano sobre a Libor. Nesse contexto, as empresas decidiram realizar operações de gerenciamento de passivo, nas quais pré-pagam empréstimos mais caros e de prazos menores. Por sua vez, os bancos procuravam preservar e/ou ampliar os vínculos com as empresas, bem como obter comissões nas operações (apenas os bancos líderes das operações de empréstimos sindicalizados obtêm as comissões, os outros participantes do consórcio recebem apenas os *spreads*). Ver, Lucchesi, Cristiane Perini. *Spreads* em recorde de baixa nos empréstimos. *Valor Econômico*, São Paulo, 5 maio 2006. p. C3.

¹⁷ Freitas, M. Cristina Penido de; Prates, Daniela Magalhães. A abertura financeira no governo FHC: impactos e conseqüências. *Economia e Sociedade*, Campinas, Instituto de Economia/Unicamp, n. 17. p. 81-111, 2001.

internacional no final de setembro de 2002 (Balarin, 2003¹⁸). O Banco Itaú foi o mais ousado, passou a ter 60% do seu patrimônio e 29% dos seus ativos totais no exterior (Argentina, Uruguai, Paraguai, Nova Iorque e Miami, Portugal, Luxemburgo, Alemanha e Japão). A expansão externa tem três objetivos básicos: expandir suas fontes de captação, ofertar instrumentos para as empresas exportadoras e ampliar o espectro de investimento dos seus principais clientes no exterior.¹⁹

Em segundo lugar, a entrada de grandes bancos estrangeiros (ABN-AMRO Bank, HSBC e Santander) colocou para os bancos privados nacionais varejistas a necessidade da defesa de sua liderança e de seu poder de mercado (*market share*). A reação defensiva dos bancos varejistas nacionais também buscava evitar que a instituição se tornasse vítima de uma operação de aquisição por um banco estrangeiro. As grandes instituições financeiras privadas nacionais (sobretudo Bradesco e Itaú, em menor grau o Unibanco) empreenderam um movimento de compra de bancos estrangeiros que haviam entrado no período anterior, sobretudo na área de administração de recursos: o Bradesco comprou o JP Morgan Asset Management, o Bilbao-Vizcaya Argentatia (BBV), o Ford Leasing, o Crédito Direto ao Consumidor do Banco Ford e o Deutsch DTVM (*Asset Management*). O Itaú comprou o BBA-Creditanstalt S/A e o Banco Fiat. Eles adquiriram também parcela relevante dos bancos estaduais federalizados e, posteriormente, privatizados.

Enfim, o ambiente concorrencial estimulou a busca de escala e de poder de mercado, mediante fusões e aquisições, com impactos diretos no nível de concentração do setor. Entre 1995 e 2002, o percentual de ativos concentrados nos vinte maiores bancos aumentou de 75,7% para 79,7% (ver Tabela 5). Essa concentração cada vez maior do sistema não facilitou o barateamento dos preços dos serviços (redução das tarifas e do *spread* bancário) nem a expansão do volume de crédito.²⁰

Tabela 5
Participação percentual dos 5, 10 e 20 maiores bancos e CEF
nos ativos totais do segmento bancário

	Em percentagem									
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
5 maiores	51,2	48,7	50,2	50,5	50,7	50,2	47,9	50,7	53,7	53,0
10 maiores	64,4	60,1	61,3	62,7	62,7	64,1	62,4	64,1	67,2	68,0
20 maiores	75,7	72,0	75,9	75,4	76,5	78,2	77,3	79,7	81,3	83,2

Fonte: Cosif - Banco Central do Brasil. Disponível em: <<http://www.bancocentral.gov.br>>.

Esse elevado grau de concentração (acentuado pelos movimentos de fusões e aquisições) permite prática de políticas oligopolísticas de formação de preços e tarifas. Como sugere Carvalho (2005, p. 25): “Se não se pode desprezar a competição entre os bancos líderes, é forçoso reconhecer que a concorrência se dá pela diferenciação de produtos, mais do que em preços, como seria de se esperar em contexto de oligopólio diferenciado. Nessas condições, uma ampla parcela da população é mantida à margem do mercado, sem acesso mesmo a serviços mais simples, como os

¹⁸ Balarin, Raquel. Maiores bancos brasileiros agora mostram força também no exterior. *Valor Econômico*, São Paulo, 12 fev. 2003. p. C1.

¹⁹ Barros, José Roberto Mendonça de; Baer, Mônica; Silva, Tereza Maria Fernandez Dias da; Cintra, Marcos Antonio Macedo. *O mercado de capitais brasileiro frente aos desafios impostos pelas negociações internacionais em serviços financeiros*. São Paulo: Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) e Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC), nov. 2004. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>.

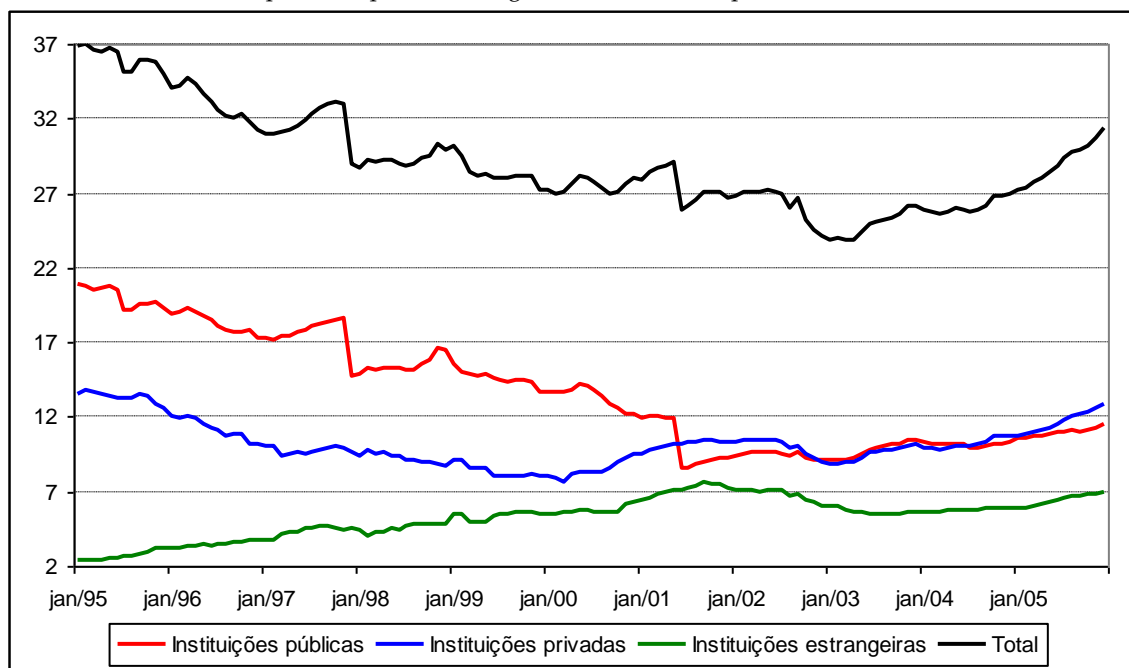
²⁰ Belaisch, A. *Do Brazilian banks compete?* Washington, DC: International Monetary Fund, 2003. (IMF Working Paper, WP/03/113). Disponível em: <<http://www.imf.org>>.

depósitos à vista". Portanto, nessa estrutura bancária, não parece suficiente fomentar a competição, facilitando a entrada de novos atores no mercado. A entrada de bancos estrangeiros resultou em acomodação dos novos concorrentes ao padrão de competição oligopolista predominante no mercado doméstico (com o abandono do mercado por parte daquelas instituições que não conseguiram conquistar o espaço mínimo necessário).

2 O novo ciclo de crédito entre 2003 e 2005

Nos três primeiros anos do governo Lula, o movimento de reestruturação patrimonial foi relativamente pouco expressivo, acentuou-se a reação dos bancos varejistas nacionais, reconquistando suas posições perdidas, exceto nas captações externas (ver Tabelas de 1 a 5).²¹ Porém, movidos pela lógica concorrencial, a partir de abril de 2003, quando se explicitou a perspectiva de estabilização dos preços internos e da taxa de câmbio, os bancos viabilizaram a expansão da demanda por crédito, na expectativa de ampliar suas fatias de mercado e suas margens de lucro. Nesse contexto, o volume de crédito em relação ao Produto Interno Bruto (PIB) subiu de 23,8% em abril de 2003 para 31,3% em dezembro de 2005 (ver Gráfico 3).

Gráfico 3
Estoque de empréstimos, segundo controle de capital - em % do PIB



Fonte: Banco Central do Brasil. Disponível em: <<http://www.bancocentral.gov.br>>.

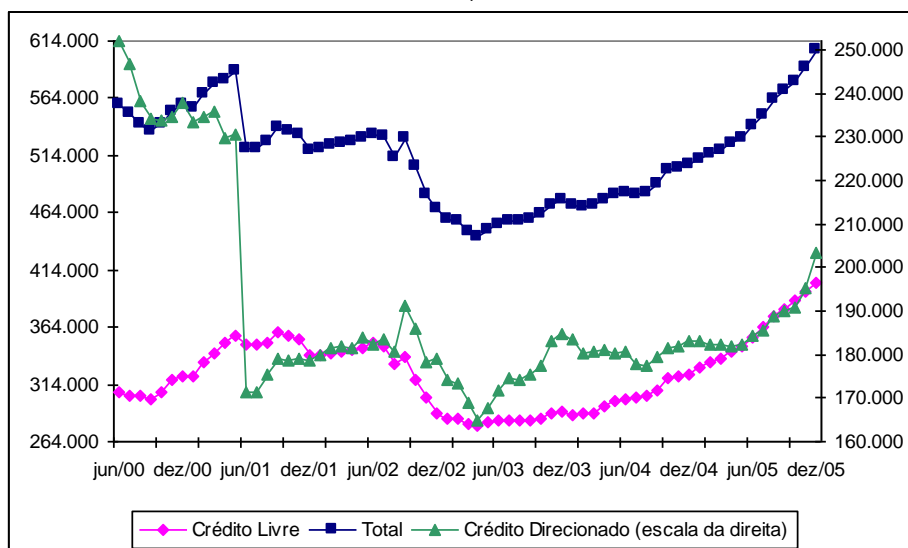
²¹ Os contornos da aproximação do Banco Itaú com o Bank of America, que resultou na assunção das operações do Bank Boston no Brasil, ainda não estão plenamente claros. O negócio envolveu a troca de ativos (68,52 milhões de ações preferenciais do banco) no valor de R\$ 4,5 bilhões (US\$ 2,173 bilhões, o equivalente a 5,8% do capital do Itaú). A participação poderá chegar a 7,8%, se o Itaú decidir pela aquisição das unidades do Chile, Uruguai e o *private banking* de Miami. Envolveu ainda o direito do Bank of America indicar um membro do conselho de administração, bem como a opção de dobrar sua participação no Itaú em até dois anos. Ver, Balarin, Raquel; Carvalho, Maria Christina; Bautzer, Tatiana. Itaú compra o BankBoston por R\$ 4,5 bi. *Valor Econômico*, São Paulo, 3 maio 2006; e Balarin, Raquel. BofA terá 10% do capital total do Itaú. *Valor Econômico*, São Paulo, 24 abr. 2006. p. C1.

Nesse período, houve um novo ciclo expansivo do crédito doméstico, sem recuperar a posição relativa de janeiro de 1995 (36,9% do PIB). Esse ciclo foi claramente liderado pelo chamado crédito com recursos livres, aquele que pode ser alocado a critério do agente financeiro com taxas livremente pactuadas entre as partes, que saltou de R\$ 277,1 bilhões (14,9% do PIB) em abril de 2003, correspondendo a 62,7% do crédito total, para R\$ 403,4 bilhões (20,8% do PIB) em dezembro de 2005, representando 66,5% do total no final de 2005 (ver Gráfico 4).

A composição do crédito livre sofreu uma mudança de dez pontos percentuais. Em abril de 2003, o crédito tomado por pessoas físicas somava R\$ 105,1 bilhões, representando 37,9% do total e o destinado às pessoas jurídicas, R\$ 172 bilhões, correspondendo a 62% do total. Em dezembro de 2005, o crédito absorvido pelas pessoas físicas acumulava R\$ 190,5 bilhões ou 47,2% do total, já os recursos direcionados para as pessoas jurídicas alcançavam R\$ 213 bilhões ou 52,8% do total. Dessa forma, apreende-se que o ciclo de crédito foi direcionado fundamentalmente para o financiamento das famílias.

Gráfico 4

Estoque de empréstimos do sistema financeiro – Recursos livres e direcionados – R\$ milhões dez./2005 – IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil. Disponível em: <<http://www.bancocentral.gov.br>>.

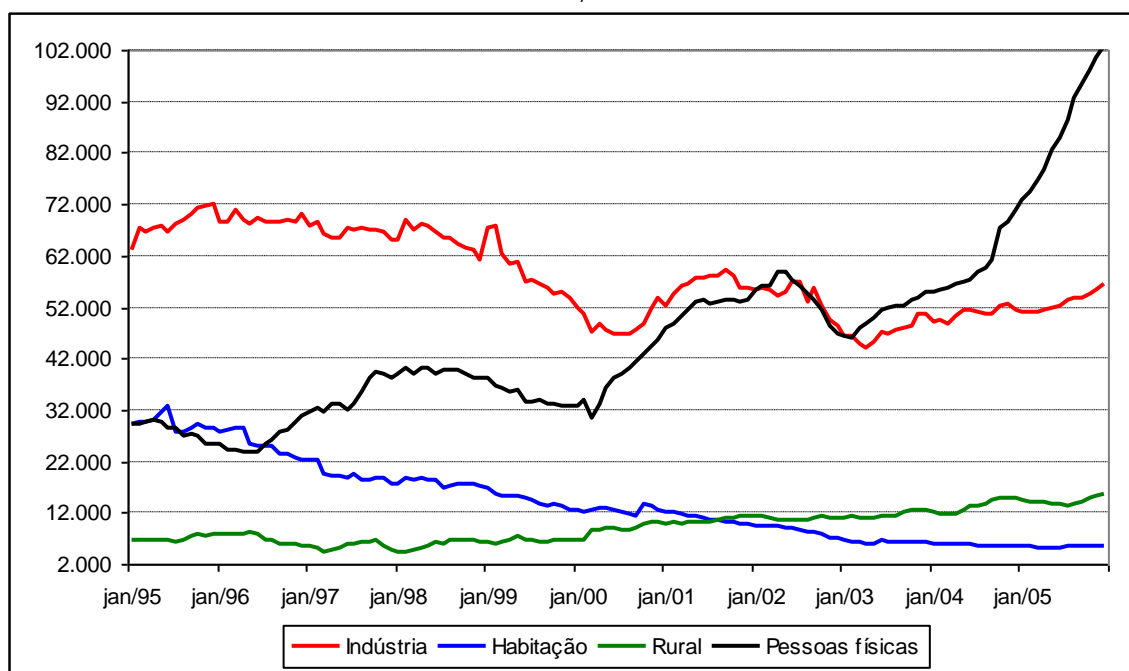
Foram os empréstimos às pessoas físicas, que lideraram a expansão creditícia do setor financeiro ao setor privado (não considera os empréstimos ao setor público). Saltaram de R\$ 102,7 bilhões em abril de 2003 para R\$ 188,5 bilhões em dezembro de 2005, resultando em uma expansão de 83,6% (ver Gráfico 1). Portanto, o início da expansão do crédito pessoal ocorreu antes dos primeiros sinais de recuperação do poder de compra dos consumidores. Durante o ano de 2003, o produto ficou praticamente estagnado e a renda média do trabalho caiu. O crédito habitacional permaneceu relativamente estagnado, após a reestruturação da Caixa Econômica Federal em junho de 2001.²² Os empréstimos ao setor industrial se recuperam no segundo semestre de 2005, voltando ao patamar de janeiro de 2003, em torno de R\$ 138,5 bilhões. Já o crédito rural expandiu de R\$ 44

²² A Caixa Econômica Federal cedeu sua carteira de crédito imobiliário com cobertura e de parte da carteira sem cobertura do Fundo de Compensações de Variações Salarial (FCVS) para a Empresa Gestora de Ativos (EMGEA) pelo valor contábil de R\$ 26,6 bilhões, líquido de provisões.

bilhões para R\$ 66 bilhões, um aumento de 50%. O crédito comercial também apresentou crescimento considerável, 39,7% no mesmo período.

Esse movimento expansivo do crédito pessoal pode ser observado em todos os segmentos, privado nacional, estrangeiro e público. No sistema financeiro privado nacional, o estoque de empréstimos pessoais mais do que duplicou durante o período, de R\$ 48,9 bilhões em abril de 2003 para R\$ 102,9 bilhões em dezembro de 2005 (ver Gráfico 5). No segmento privado estrangeiro houve movimento semelhante, mas em menor intensidade. O estoque de crédito pessoal saltou de R\$ 31 bilhões para R\$ 51,5 bilhões no mesmo período, o equivalente a um aumento de 66% (ver Gráfico 6).

Gráfico 5
Empréstimos do setor financeiro privado nacional ao setor privado, por atividade -
R\$ milhões dez./2005 - IGP-DI

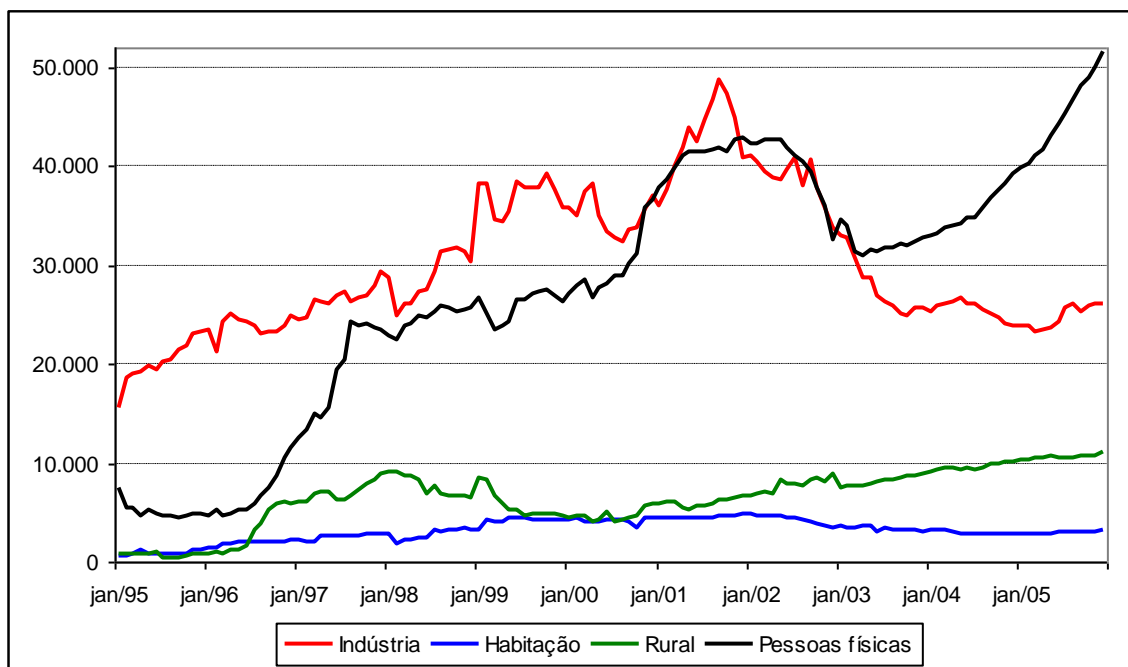


Fonte: Banco Central do Brasil. Disponível em: <<http://www.bancocentral.gov.br>>.

Por sua vez, no sistema financeiro público, os empréstimos para as pessoas físicas subiram de R\$ 22,7 bilhões para R\$ 34,1 bilhões, resultando em uma expansão de 50% (ver Gráfico 7). Um movimento de menor intensidade pode ser observado no crédito rural, sob a liderança do segmento público (55%), seguido pelo segmento privado (43%) e pelo segmento estrangeiro (43%), favorecendo a expansão do agronegócio exportador. Evidentemente, o volume de crédito destinado ao setor agrícola é muito maior no segmento público, dada a liderança do Banco do Brasil (R\$ 39,2 bilhões),²³ enquanto os setores privado nacional contribuem com R\$ 15,7 bilhões e, o estrangeiro com R\$ 11 bilhões, em dezembro de 2005.

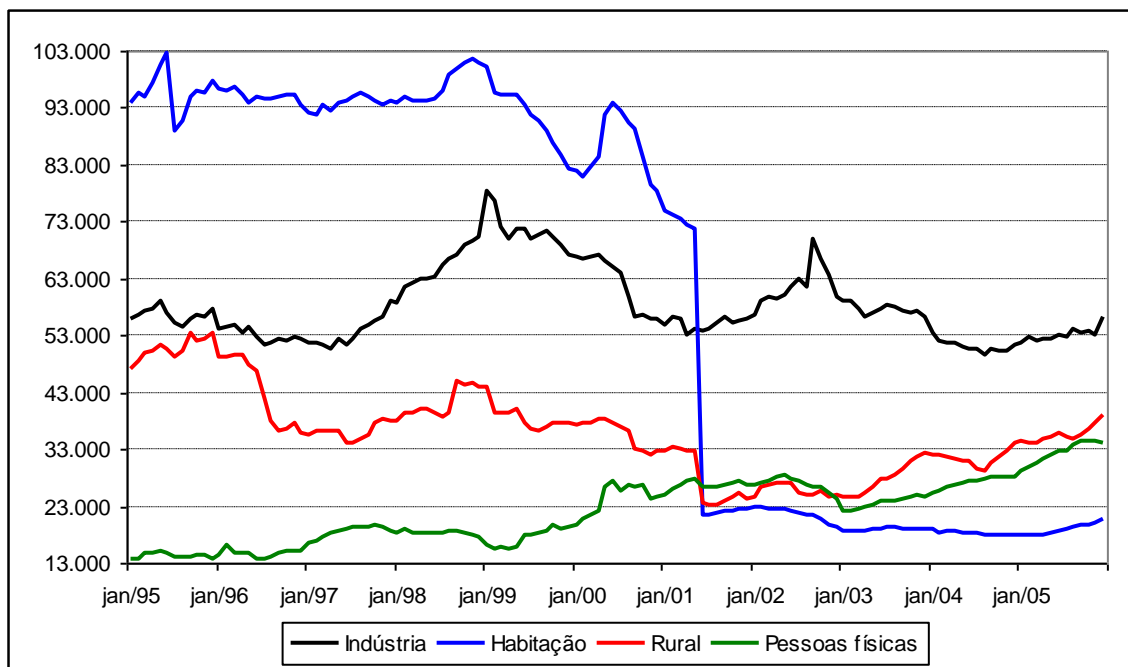
²³ O Banco do Brasil responde por cerca de 53% do crédito rural total.

Gráfico 6
Empréstimos do sistema financeiro privado estrangeiro ao setor privado, por atividade -
R\$ milhões - IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil. Disponível em: <<http://www.bancocentral.gov.br>>.

Gráfico 7
Empréstimos do sistema financeiro público ao setor privado, por atividade -
R\$ milhões dez./2005 - IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil. Disponível em: <<http://www.bancocentral.gov.br>>.

Em princípio, a demanda de crédito pela pessoa jurídica depende do estado de confiança da economia, das expectativas de lucro, das perspectivas de crescimento das vendas e do risco crescente com o grau de endividamento. O baixo dinamismo da economia brasileira tem mantido a demanda por crédito corporativo em um patamar relativamente baixo. Ademais, as empresas aproveitaram a expansão nas receitas para reduzir o grau de endividamento e, por conseguinte, ampliar a capacidade de autofinanciamento.²⁴ Diante disso, o crédito industrial apresentou expansão de apenas 7,7% no período considerado e o crédito comercial, geralmente, de curto prazo, avançou 39,7%, sob a liderança dos segmentos privados, nacional e estrangeiro.

Do total do crédito livre destinado às pessoas jurídicas, uma parte corresponde a operações referenciadas em moeda estrangeira (Adiantamento sobre Contratos de Câmbio, *export notes* e repasses de moeda – Resolução n. 63/1967). Essas operações referenciadas em moeda estrangeira foram drasticamente reduzidas, após a forte restrição de oferta, dada a elevação da percepção de risco do país durante o biênio 2001-2002. Com o encolhimento das linhas de crédito externas às empresas e bancos brasileiros causado pelas incertezas sobre as diretrizes macroeconômicas do candidato a presidente Luiz Inácio Lula da Silva, da volatilidade cambial e da maior aversão ao risco cambial por parte das empresas contratantes, o saldo das operações externas caiu de R\$ 100,1 bilhões ou 43% do total em setembro de 2001 para R\$ 48,1 bilhões em dezembro de 2005 ou 22,3% do total. Esses dados parecem indicar que mesmo após a redução da aversão ao risco pelo investidor internacional e a acentuada queda do risco-país, os agentes econômicos brasileiros reduziram suas dívidas em moeda estrangeira.

Enfim, o saldo das operações de crédito do sistema financeiro tem apresentado uma nítida trajetória de crescimento, desde o segundo trimestre de 2003, enquanto a participação relativa dos títulos, valores mobiliários e instrumentos derivativos nos ativos bancários mostra ligeira queda (ver Gráfico 2). Como os bancos são agentes ativos que definem suas estratégias de ação com o propósito de ampliar suas vantagens em relação aos concorrentes, as grandes instituições varejistas adotaram diferentes estratégias de expansão dos produtos voltados para o financiamento das famílias.

Em primeiro lugar, investiram na compra de financeiras: o Bradesco comprou a Finasa; o Unibanco, a Fininvest; o HSBC, a Losango,²⁵ o Itaú criou a Taií. Em segundo lugar, realizaram parceiras com redes de lojas varejistas. Essas associações têm se materializado de duas maneiras. A primeira consiste na celebração de um acordo de simples parceria em que a instituição financeira passa a financiar as vendas da rede associada. A segunda prevê a constituição de uma sociedade de crédito, financiamento e investimento, com controle compartilhado entre os convenientes, com a finalidade precípua de financiar as vendas da loja varejista. Em ambas alternativas, a instituição

²⁴ IEDI. *Endividamento e resultado das empresas industriais no primeiro semestre de 2005*. São Paulo: Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial, 2005. Disponível em: <<http://www.iedi.org.br>>.

²⁵ O investimento no crédito pessoal parece ser uma estratégia global do HSBC. Em 2003, o banco comprou a Household International, a segunda maior companhia de crédito ao consumo nos EUA, passando a se chamar HSBC Finance Corporation.

financeira tem acesso ao cadastro de clientes da loja, que pode ser utilizado para a colocação de outros produtos financeiros, tais como contas de depósitos, cheque especial etc.²⁶

O Bradesco se associou com as Casas Bahia para financiar parte de suas vendas a prazo. O Unibanco (União de Bancos Brasileiros S/A) fechou acordo com a rede de hipermercados – o Grupo Sonae (148 lojas espalhadas pela Região Sul) – para a criação de uma sociedade de crédito, financiamento e investimento.²⁷ Em 2004, o Banco Itaú S/A associou-se à Companhia Brasileira de Distribuição (CBD), que controla os Grupos Pão de Açúcar, Extra, CompreBem e Sendas, resultando na criação da Financeira Itaú CBD S/A Crédito, Financiamento e Investimento. Em seguida, efetuou parceria com as Lojas Americanas. O HSBC associou-se com rede Panashop. A Cetelem, do Grupo BNP Paribas, fechou parceria com a rede Casa&Vídeo (Rio de Janeiro e Espírito Santo), para financiar o crédito direto ao consumidor e a emissão de um cartão da loja com a bandeira Aura. O Banco do Brasil consolidou parceiras com a rede SuperMaia, com uma rede de distribuição de pneus e prepara outras dezoito associações para ampliar o crédito ao consumidor.²⁸ Esse movimento aumentou o potencial de comprometimento das empresas de varejo com o crédito ao consumo, potencializando as vendas.²⁹

Em terceiro lugar, os bancos ampliaram os prazos médios dos empréstimos em razão de uma maior confiança na solvência dos devedores (pessoas físicas ou empresas). Nesse cenário, as altas taxas de juros acabam sendo compensadas pelo aumento nos prazos dos empréstimos, fazendo com que os valores das prestações caibam nos orçamentos familiares. Os financiamentos para a aquisição de automóveis, por exemplo, já alcançaram 72 meses.

Em quarto lugar, a perspectiva de expansão do crédito desencadeou o aperfeiçoamento de tecnologias de informação, possibilitando uma melhor coleta e processamento de dados sobre empréstimos e tomadores de recursos, bem como o desenvolvimento e o manejo de novas técnicas de gestão de risco. Essas novas técnicas de gestão de risco utilizam informações sobre taxas de inadimplência por tipo de devedor e por tipo de empréstimos, permitindo estabelecer estimativas de perdas com um mínimo de provisionamento de capital para cumprir as determinações do Acordo de Basiléia.³⁰ Assim, o esforço de quantificar o risco (por exemplo, mediante um ranqueamento de clientes potenciais de risco de *default*) tem aperfeiçoado o processo de avaliar

26 Banco Central do Brasil. *Relatório de estabilidade financeira*. Brasília, DF, nov. 2005. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>.

27 Em agosto de 2001, o Unibanco tinha estabelecido uma aliança estratégica com a Globex, proprietária da rede de lojas de eletrodomésticos Ponto Frio. Nessa transação, foi adquirido 50% de participação na PontoCred, subsidiária da Globex responsável pelos financiamentos aos clientes do Ponto Frio. Em setembro de 2001, a Fininvest estabeleceu uma parceria estratégica com a rede de lojas de departamento Magazine Luiza, que atua no estado de São Paulo, no sul do país e no sul de Minas Gerais, com um total de 250 lojas. A parceria gerou uma nova empresa, a LuizaCred.

28 Algumas empresas também se especializaram em viabilizar financeiramente a expansão do consumo das classes de renda mais baixas. A rede das Casas Bahia, por exemplo, desenvolveu um modelo de financiamento com carnês com diversas parcelas a serem pagas nas próprias lojas. Todo mês, uma parte dos consumidores tem de voltar a uma das unidades da rede, o que estimula a fidelidade das compras. O modelo de vendas financiadas representa 70% do faturamento.

29 Barros, Maria Cristina Mendonça; Baer, Monica. O que o crédito ao consumidor pode significar para 2005? *Folha de S.Paulo*, São Paulo, 29 dez. 2004. p. B2.

30 Em 1997, surgiu o *CreditMetrics*, desenvolvido pelo J. P. Morgan, em co-patrocinio com o Bank of America, Deutsche Morgan Grenfell, Swiss Bank Corporation, Union Bank of Switzerland, entre outros. No mesmo ano, foi desenvolvido o *CreditRisk+* (CR+) pelo Credit Suisse First Boston.

créditos, precificar risco e melhorar as decisões de empréstimo. Os bancos foram ficando menos dependentes de análise e julgamentos subjetivos dos gerentes, uma vez que métodos sistemáticos e quantitativos podem fornecer melhores formas de gestão de risco (padrões de crédito e limites de exposição de risco). Enfim, as instituições financeiras públicas e privadas domésticas, sob a liderança das estrangeiras, foram incorporando novos instrumentos de gestão de risco na análise e concessão de crédito. Isso se materializou em ferramentas de *credit scoring* e outras que embutem os novos critérios de acesso aos créditos e serviços, e em comitês de crédito e responsabilização mais abrangente dos escalões envolvidos na cadeia decisória.³¹

Em quinto lugar, os conglomerados de pequeno e médio porte, sob a liderança do Banco do Brasil e da Caixa Econômica Federal, passaram a celebrar convênios com entidades públicas federais, estaduais e municipais e empresas privadas com a finalidade de conceder empréstimos aos respectivos funcionários, ativos ou inativos, mediante a consignação em folha de pagamento, ao amparo da Lei n. 10.820, de 17 de dezembro de 2003. O sistema de crédito consignado, com desconto em folha de salário, reduz o risco das operações e, portanto, das taxas de juros. Em dezembro de 2005, as taxas de juros médias nos contratos de crédito consignado situavam-se em torno de 36% ao ano, enquanto nos contratos de crédito pessoal permaneciam em torno de 82% ao ano, em média. A título de comparação, a taxa de juros média dos contratos com as pessoas jurídicas era de 31,7% ao ano, no mesmo período. Dessa forma, fica evidente que os bancos alteraram seus portfólios e ampliaram suas margens de lucro com a expansão do crédito pessoal.

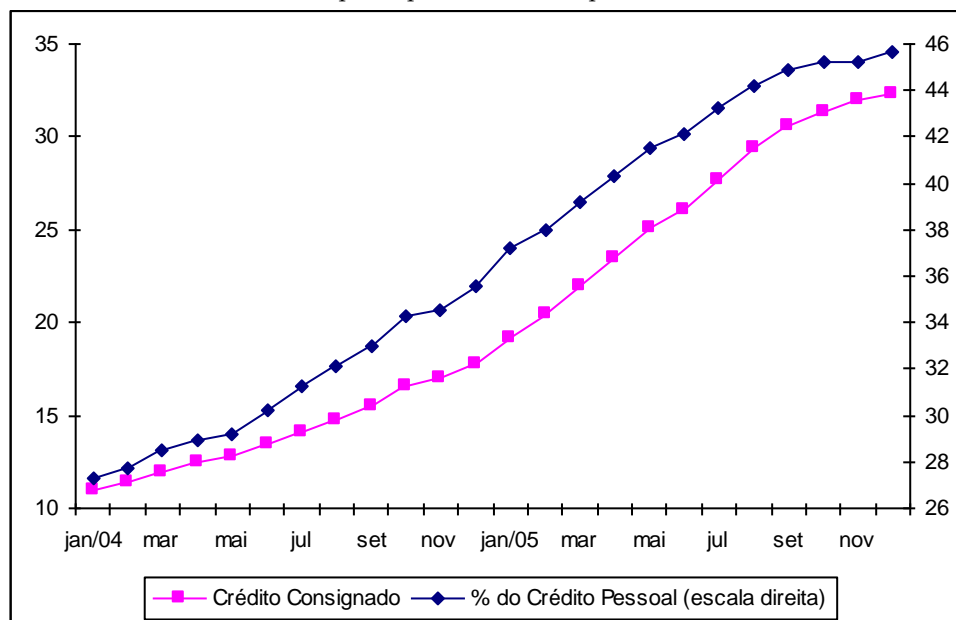
O estoque de crédito consignado saltou de R\$ 10,9 bilhões, o equivalente a 27,3% do crédito pessoal, em janeiro de 2004, para R\$ 32 bilhões, correspondendo a 45,7% do crédito pessoal, em dezembro de 2005 (ver Gráfico 8). A expansão do crédito com desconto em folha de pagamento permitiu a entrada de novos consumidores no mercado, como os aposentados ou aqueles que conseguiram trocar uma dívida cara (cheque especial, por exemplo) por essa modalidade de crédito mais barata e, em um segundo momento, puderam expandir o consumo.³²

Em sexto lugar, os bancos expandiram suas redes de correspondentes bancários, ou seja, estabelecimentos comerciais, tais como farmácias, mercados e lojas de material de construção, habilitados a prestar os serviços oferecidos por um banco. Esse mecanismo de oferta de serviços financeiros possui uma estrutura de custo bastante menos onerosa, facilitando a expansão das escalas das instituições de varejo. O número de correspondentes bancários quase duplicou, saltando de 24.709 em dezembro de 2002 para 40.411 em junho de 2006. Entre as instituições que operam essa modalidade de atendimento destacam-se a Caixa Econômica Federal (14.414 pontos de atendimento), Lemon Bank (7.284 pontos de atendimento), Banco do Brasil (4.999 pontos de atendimento), Bradesco (4.276 pontos de atendimento) e Banco ABN AMRO Real (3.516 pontos de atendimento).

³¹ Ver, Vidotto, Carlos Augusto. *Reestruturação patrimonial e financeira dos bancos federais e trajetória econômica nos anos noventa*. Niterói: Departamento de Economia/UFF, 2003. Mimeografado.

³² Como a maior parte do crédito consignado tem sido concedida para funcionários públicos e aposentados, considerados de menor risco do que os assalariados do setor privado, o universo é restrito e o potencial de crescimento tende a se reduzir nos próximos anos.

Gráfico 8
 Volume de crédito consignado – R\$ bilhões dez./2005 –
 IGP-DI – e participação no crédito pessoal



Fonte: Banco Central do Brasil. Disponível em: <<http://www.bancocentral.gov.br>>.

É necessário salientar ainda que ao volume de crédito concedido pelo sistema bancário para as pessoas jurídicas, somou-se a ampliação das operações originadas no mercado de capitais doméstico, mediante a emissão de títulos de propriedade (ações) ou de dívida (debêntures, notas promissórias e Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios, FIDC).³³ Em 2004, de forma ainda incipiente, esses recursos alcançaram o valor de R\$ 26,3 bilhões. Desse total, R\$ 15 bilhões correspondiam a operações de captação via debêntures e o restante em emissões de ações e constituição de fundos de recebíveis. Em 2005, novas emissões de ações totalizaram R\$ 4,4 bilhões, enquanto as emissões de debêntures foram 331% superiores às registradas em 2004, alcançando R\$ 41,5 bilhões e os recursos dos FIDC somaram R\$ 8,6 bilhões.³⁴

O fortalecimento do mercado de capitais pode ser associado ao conjunto de ações microeconômicas adotadas no período recente, que buscou estimular o crescimento do setor de dívida corporativa no país, além da estabilidade macroeconômica e aos fluxos de recursos dos investidores estrangeiros, dada a ampla liquidez internacional. Salientam-se os aperfeiçoamentos nos instrumentos de crédito e de securitização, sobretudo a criação de mecanismos de financiamento para o setor de construção civil e para o agronegócios (tais como Certificados de Recebíveis do Agronegócio, Certificados de Depósitos Agropecuários e *Warranty* de produto Agropecuário), bem como melhorias em instrumentos de crédito já existentes para as empresas,

³³ Os FIDC, instituídos pela Resolução CMN n. 2.907/2001, direitos creditórios (ou recebíveis) são títulos originários de operações de vendas de produtos e/ou serviços, os quais podem ser oferecidos em garantia às operações de empréstimo ou financiamento.

³⁴ Uma parcela das debêntures foi emitida pelas próprias instituições financeiras para capitalizar as empresas de *leasing* dos conglomerados.

como os FIDC.³⁵ O processo de securitização de recebíveis se consolidou com a expansão econômica e o crescimento do faturamento, ampliando a liquidez das empresas.³⁶

Diante disso, a elevação da taxa de juros básica – Selic – entre setembro de 2004 e maio de 2005, embora tenha arrefecido o dinamismo econômico, não impediu que o sistema financeiro aprofundasse essas estratégias de expansão, especialmente no desenvolvimento de estruturas voltadas para o financiamento do consumo, seja mediante a consolidação de financeiras, seja mediante a associação dos conglomerados financeiros com as redes de lojas varejistas, seja a celebração de convênios com entidades dos setores público e privado para a concessão de empréstimos em consignação em folha de pagamento e aposentadorias e pensões. O volume de crédito tornou-se relativamente inelástico às taxas de juros, dadas as expectativas de rolagem das dívidas contraídas pelos agentes no ambiente de otimismo gerado pela estabilização de preços internos e taxa de câmbio cadente, bem como pelo alongamento dos prazos, reduzindo o tamanho das prestações mensais.

3 O papel do crédito direcionado

O crédito dirigido está associado com as exigibilidades sobre os depósitos bancários (depósito à vista e caderneta de poupança). As instituições financeiras devem alocar 25% dos depósitos à vista e 40% da poupança rural para o crédito rural. As taxas de juros nas operações de custeio e comercialização das safras agrícolas giram em torno de 8,75% ao ano. Devem também emprestar 65% dos depósitos da caderneta de poupança para o financiamento habitacional.³⁷ Em junho de 2003, a Lei n. 10.735, de 11 de setembro de 2003, instituiu ainda as bases para as operações de microfinanças, determinando a obrigação de se destinar no mínimo 2% dos depósitos à vista ao microcrédito, ou seja, empréstimos de até R\$ 500 para pessoas físicas e de até R\$ 1 mil para microempresas, com taxas de juros não superiores a 2% ao mês e prazo mínimo de pagamento de quatro meses.

O Banco do Brasil criou uma subsidiária, o Banco Popular do Brasil (Lei 10.738/2003),³⁸ para conceder crédito de R\$ 50 a R\$ 500 ao setor informal da economia (sem acesso ao crédito

³⁵ Banco Central do Brasil. *Relatório de inflação*. Brasília, DF, Banco Central do Brasil, mar. 2006, p. 38. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>.

³⁶ Na verdade, o crédito garantido por desconto de duplicatas é relativamente antigo. A novidade é a transferência desses créditos para um fundo e sua transformação em cotas. Isso pode gerar uma ampliação do crédito porque a exigência de Basiléia (alavancagem) sobre as cotas desses fundos que os bancos mantêm é menor que a exigência sobre a manutenção do crédito na sua própria carteira. Mas, se os bancos estão com baixa alavancagem, esse instrumento, talvez, não tenha ainda representado um instrumento relevante para a ampliação do volume do crédito bancário. Agradeço essa observação a Dante Ricardo Chianamea.

³⁷ De acordo com as determinações do Conselho Monetário Nacional (CMN), as instituições que não cumprirem as exigências do crédito imobiliário serão punidas com o recolhimento dos depósitos ao Banco Central com remuneração de 80% da variação da TR (2% ao ano), menor do que a remuneração dos correntistas (TR, mais 6% ao ano).

³⁸ As taxas de juros nas operações do Banco Popular são de 2% ao ano. Para garantir essas taxas de juros, os custos operacionais precisam ser compatíveis. Assim, praticamente 80% das operações do Banco Popular são realizadas por meio de POS (*point of sales*), ou seja, aparelhos que ficam em balcões, como os de crédito e débito em lojas e não por agências convencionais; 10% por meio de quiosques simples e os outros 10% restantes por meio de agências simplificadas (ou mini-agências), com dois microcomputadores. Trata-se dos chamados correspondentes bancários, como supermercados, padarias, lojas de materiais de construção e de móveis. Espera-se que esses clientes tenham também acesso a outros serviços bancários, como cartão de crédito, seguro de vida, plano de previdência privada e títulos de capitalização.

consignado).³⁹ O Banco do Nordeste desenvolveu o CrediAmigo, Programa de Microcrédito Produtivo e Orientado, logo estendido para o Banco da Amazônia. Essa linha de crédito faz uso do sistema de aval solidário, no qual três a dez microempresários, interessados no crédito, formam um grupo que se responsabiliza pelo pagamento integral dos empréstimos.

Os grandes bancos passaram a buscar parcerias com pequenas sociedades de crédito ao microempreendedor a fim de cumprir essa norma de direcionamento. A Caixa Econômica Federal, por exemplo, passará a aplicar parte de seus recursos por intermédio da sociedade de crédito ao microempreendedor chamada Fácil, com sede em Itaúna, Minas Gerais.

Há ainda os fundos de natureza para-fiscal, sobretudo o Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS) gerido pela Caixa Econômica Federal (CEF) e destinado ao financiamento imobiliário e ao saneamento urbano; o Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), gerido pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), com destinação predominante ao investimento em máquinas e equipamentos industriais e em infra-estrutura econômica⁴⁰ e; aos fundos de desenvolvimento regional (o Fundo Constitucional do Nordeste administrado pelo Banco do Nordeste do Brasil, o Fundo Constitucional da Amazônia gerido pelo Banco da Amazônia e o Fundo Constitucional do Centro-Oeste administrado pelo Banco do Brasil).

Para o período em que há dados disponíveis, o volume de crédito com recursos direcionados caiu de R\$ 252 bilhões, o equivalente a 45% do estoque total de empréstimos ou 12,8% do PIB em junho de 2000 para R\$ 171,5 bilhões, o correspondente a 33% do estoque total de operações de crédito ou 8,7% do PIB em junho de 2001 (ver Gráfico 4). Esse movimento decorreu fundamentalmente do processo de reestruturação patrimonial dos bancos públicos federais, no qual ativos irrecuperáveis foram transferidos para uma sociedade de propósito específico (EMGEA) e para o Tesouro mediante a assunção de títulos da dívida pública federal, com maior liquidez.

Entre abril de 2003, o crédito direcionado atinge o menor patamar da série, R\$ 164,9 bilhões. Até dezembro deste ano, apresenta uma expansão de R\$ 20 bilhões, alcançando R\$ 184,5 bilhões, sob a liderança dos desembolsos do BNDES e do crédito agrícola. Fundamentalmente, operações de crédito associadas aos setores exportadores, dada a taxa de câmbio favorável e a relativa estagnação da economia. Durante o ano de 2004, o crédito direcionado estaciona no patamar de R\$ 180 bilhões. Somente, a partir de agosto de 2005, que as operações de crédito com recursos direcionados iniciarão outro movimento expansivo: atingem R\$ 185,4 bilhões e saltam para R\$ 203,2 bilhões em dezembro de 2005. Nesse momento, as operações com recursos direcionados correspondem a 33,5% do estoque total de empréstimos ou 10,5% do PIB. Novamente, esse esforço

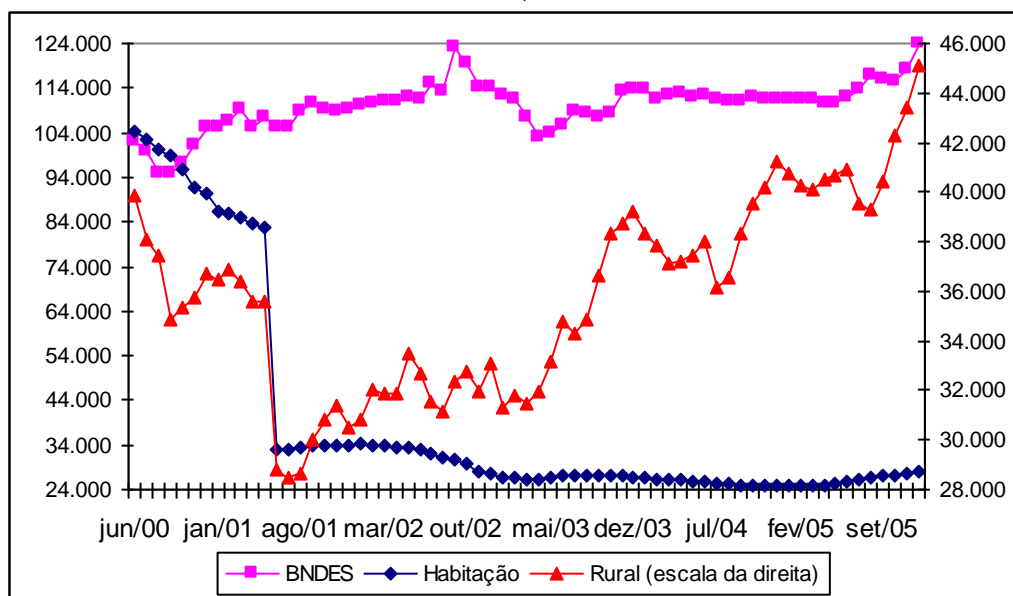
³⁹ O Banco do Brasil criou também o BB Crediário PC Conectado, uma linha de empréstimos para a compra de microcomputadores no valor de até R\$ 1.200, com taxas de juros de 2% ao mês e prazo de pagamento de até dois anos. O crédito pode ser contratado diretamente nas lojas afiliadas à rede Visanet e que comercializam equipamentos com o selo “Computador para Todos” - programa do governo federal para baratear e facilitar a aquisição de computadores pessoais pela população de baixa renda. Essa linha de crédito conta recursos do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT).

⁴⁰ A Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), definida como o custo básico dos financiamentos concedidos pelo BNDES, tem período de vigência de um trimestre-calendário. É calculada a partir dos seguintes parâmetros: I - meta de inflação calculada *pro rata* para os doze meses seguintes ao primeiro mês de vigência da taxa, inclusive, baseada nas metas anuais fixadas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN); II - prêmio de risco. No final de 2005, o CMN aprovou a redução da TJLP de 9,75% ao ano para 9% ao ano. No início de 2006, caiu para 8,15% ao ano.

foi liderado pelos repasses e financiamentos com recursos do BNDES (61% do crédito dirigido e 20,5% do crédito total)⁴¹ e pelo crédito rural (22,2% do crédito dirigido e 7,4% do crédito total). Houve ainda um movimento incipiente de expansão dos créditos imobiliários, que alcançaram R\$ 28,1 bilhões, o mesmo patamar de novembro de 2002, correspondendo a 13,8% do crédito dirigido e 4,6% do crédito total.⁴²

Durante o período de expansão do ciclo de crédito no governo Lula, os empréstimos com recursos direcionados saltaram de R\$ 165 bilhões em abril de 2003 para R\$ 203,2 bilhões em dezembro de 2005, representando uma expansão não desprezível de 23%. O movimento foi liderado pelo crédito rural, apoiando os setores do agronegócio exportador, com crescimento de 41,1% (ver Gráfico 9). O volume de desembolsos do BNDES cresceu 20,6% e o crédito habitacional, apenas 7%, no mesmo período. Assim, durante esse movimento expansivo, o crédito direcionado perdeu participação relativa no volume total de empréstimos do sistema financeiro doméstico, caindo de 38% no segundo semestre de 2003 para 33,5% em dezembro de 2005.

Gráfico 9
Empréstimos com recursos direcionados do sistema financeiro, por atividade -
R\$ milhões dez./2005 - IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil. Disponível em: <<http://www.bancocentral.gov.br>>.

Mediante o contingenciamento ao endividamento público, a reestruturação da dívida de Estados e municípios, e as privatizações, o crédito foi redirecionamento para o setor privado. As

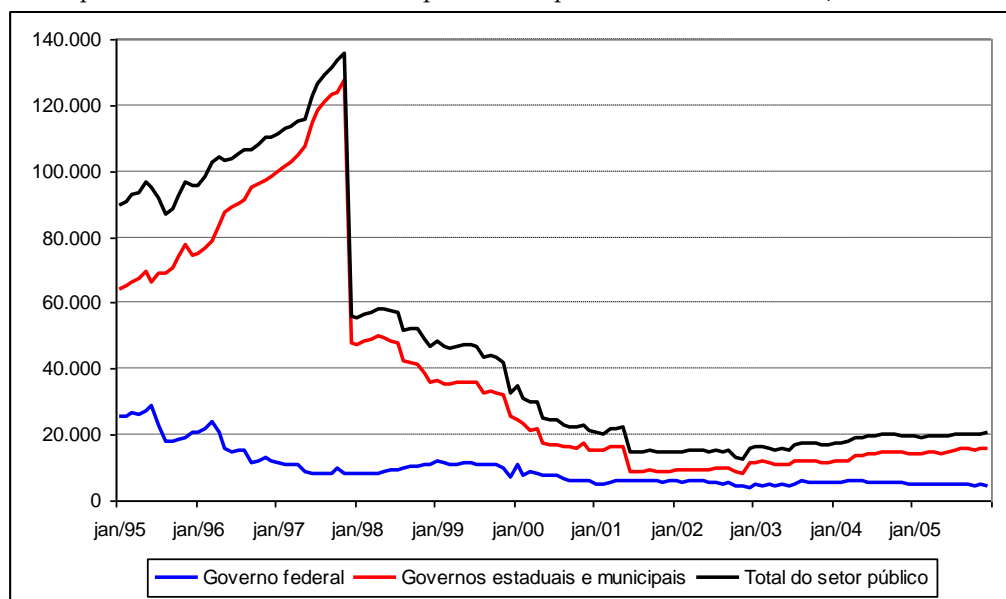
⁴¹ De acordo com Kawall (2006): "Em um contexto de racionamento de crédito, a existência do crédito do BNDES para o investimento tem contribuído para amortecer flutuações cíclicas, respondendo por cerca de 12% a 14% da formação bruta de capital fixo no período 2000-2004" (ver *Sinopse do Investimento*, BNDES, nov. 2005).

⁴² Em relação ao crédito imobiliário, a Lei n. 10.931, de 2 de agosto de 2004, criou o conceito de patrimônio de afetação, de modo a admitir tratamento tributário particularizado para os empreendimentos imobiliários. Além disso, a Medida Provisória n. 252, de 15 de junho de 2005, reduziu a alíquota do Imposto de Renda sobre receitas na venda de imóveis. Essas alterações fomentaram as perspectivas de reativação dos financiamentos imobiliários habitacionais com impactos positivos na indústria da construção civil e nas instituições financeira que atuam neste segmento. Diante das perspectivas extremamente positivas, o próprio Banco do Brasil decidiu entrar neste mercado, acirrando a concorrência.

instâncias subnacionais, que contraíram dívida bancária em operações de antecipação de receita orçamentária (ARO), cuja expansão foi contida por medidas restritivas desta modalidade de endividamento público a partir de 1993 e teve seu volume progressivamente reduzido, no contexto das renegociações das dívidas estaduais.⁴³ Isso significou um afastamento do setor público – administração direta e indireta federal, bem como de Estados e municípios –, do sistema de crédito doméstico. Diante disso, os créditos ao setor público diminuíram continuamente para apenas R\$ 20,5 bilhões, o correspondente a 3,4% do estoque total em dezembro de 2005 (ver Gráfico 10).

Gráfico 10

Empréstimos do sistema financeiro para o setor público - R\$ milhões dez./2005 - IGP-DI



Fonte: Banco Central do Brasil. Disponível em: <<http://www.bancocentral.gov.br>>.

Contudo, a carteira de títulos públicos federais das instituições financeiras aumentou expressivamente, ampliando o financiamento indireto ao Tesouro Nacional. Os bancos públicos federais se encontram proibidos de emprestar ao setor público, embora o façam indiretamente mediante o carregamento da dívida pública mobiliária federal.⁴⁴ Como sugerido, a aceleração desse movimento esteve associada com a reestruturação das instituições financeiras federais, como pode ser observado nos Gráficos 11 a 14.

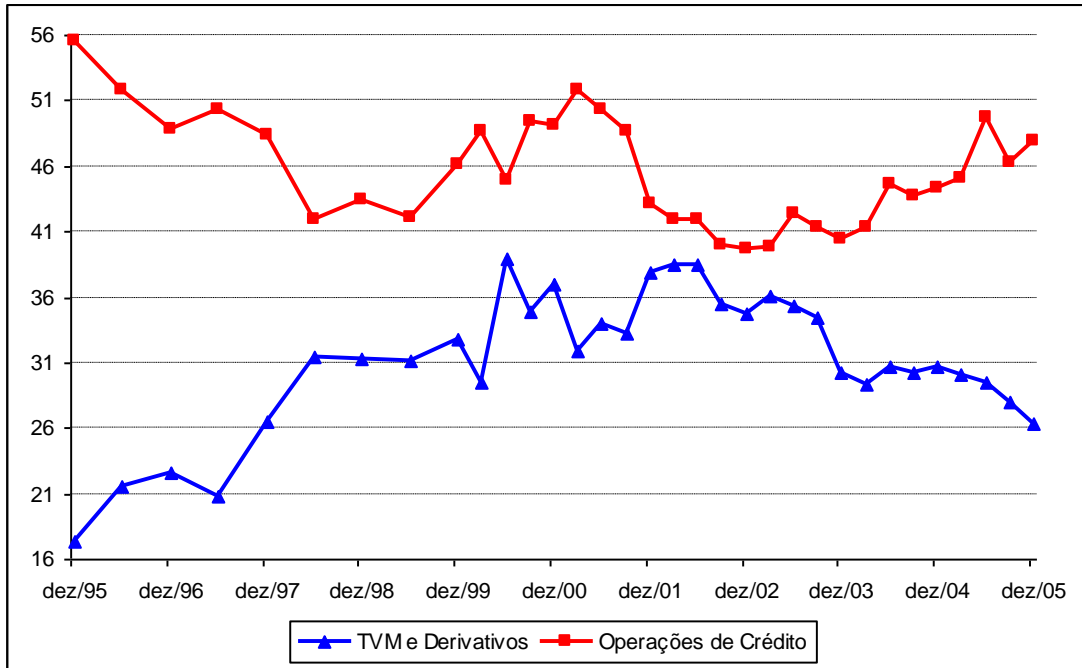
O Banco do Brasil realizou sua reestruturação em meados de 1996, desde então vem aproximando sua forma de gestão dos bancos privados nacionais, com a expansão do crédito rural (agronegócio exportador) e crédito pessoal. No ciclo recente, o comportamento do Banco se assemelha muito à dinâmica predominante em todo o sistema: modifica agressivamente a composição do seu portfólio de ativos, reduzindo a carteira de títulos públicos e ampliando os empréstimos (ver Gráfico 11).

Gráfico 11

Participação de títulos, valores mobiliários e derivativos e operações de crédito nos ativos do BB
Em %

⁴³ O Banco Central estabeleceu restrições às operações dos bancos com o setor público brasileiro, que foram autorizados a emprestar apenas 45% do Patrimônio Líquido.

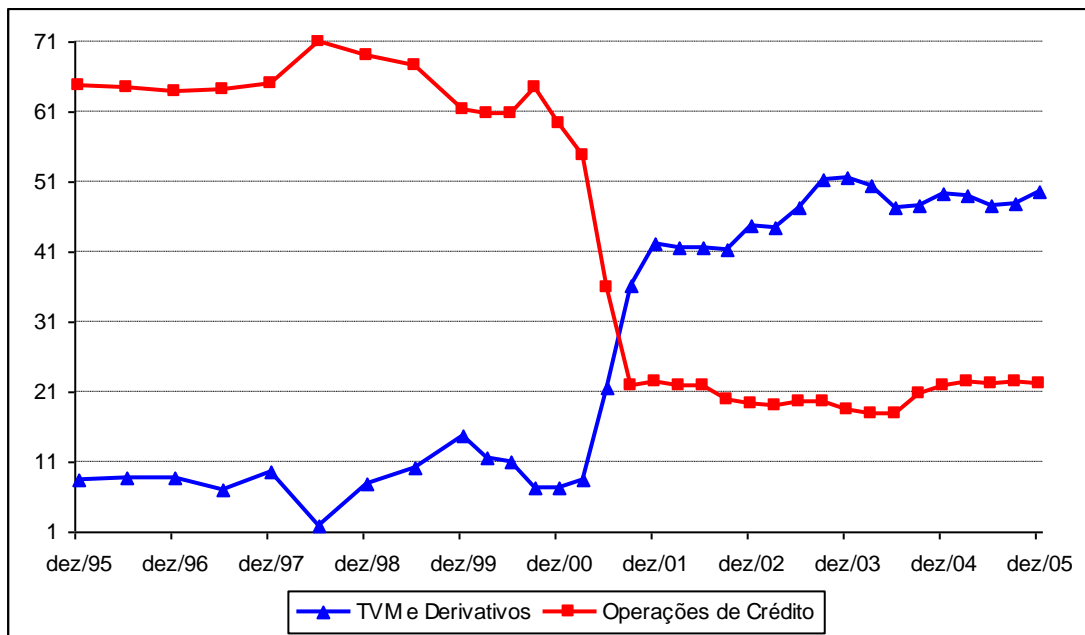
⁴⁴ Ver, Vidotto (2003).



Fonte: Banco Central do Brasil. Disponível em: <<http://www.bancocentral.gov.br>>.

Gráfico 12

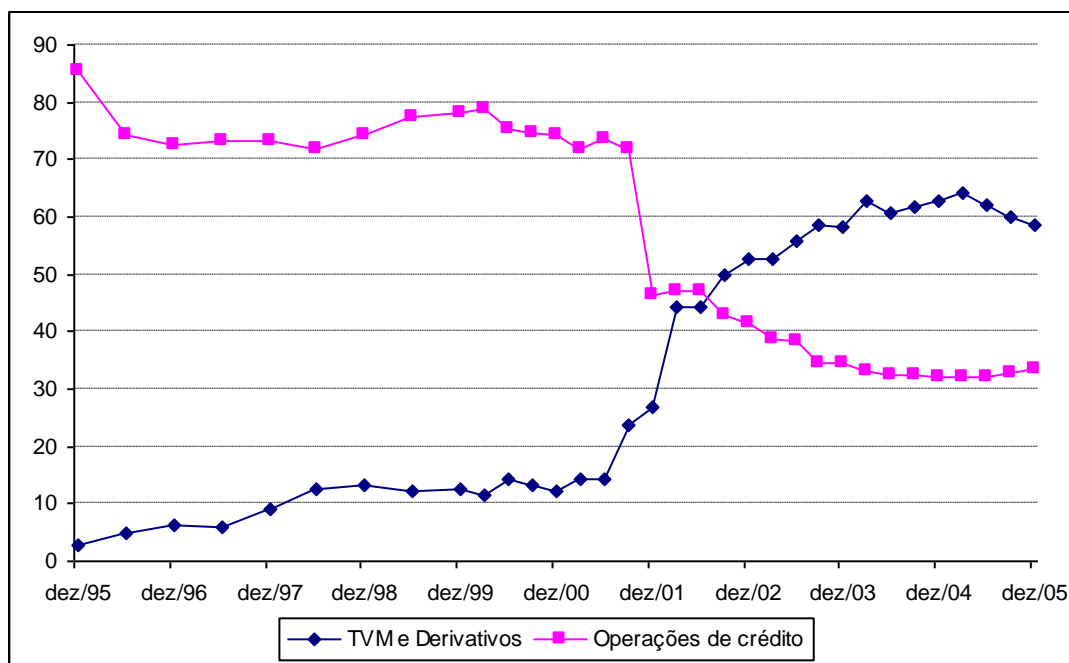
Participação de títulos, valores mobiliários e derivativos e operações de crédito nos ativos do CEF
Em %



Fonte: Banco Central do Brasil. Disponível em: <<http://www.bancocentral.gov.br>>.

Gráfico 13

Participação de títulos, valores mobiliários e derivativos e operações de crédito nos ativos do BNB
Em %



Fonte: Banco Central do Brasil. Disponível em: <<http://www.bancocentral.gov.br>>.

Na Caixa Econômica Federal, Banco do Nordeste e Banco da Amazônia, a composição da carteira se inverteu profundamente, após a reestruturação realizada em maio de 2001. O volume de títulos, valores mobiliários e derivativos passou a predominar nos ativos desses bancos: 49,5% na CEF, 58,6% no BNB e 61,4% no Basa (ver Gráficos 12 a 14). Entre essas instituições, apenas no Banco da Amazônia se observa um movimento de expansão do crédito, provavelmente associado com o crescimento da produção na Zona Franca de Manaus e, uma queda relativa dos títulos, valores mobiliários e derivativos (ver Gráfico 14).

Enfim, pelas informações agregadas disponíveis, o sistema de crédito dirigido tem sido preservado e pode vir a ser uma das vertentes da política de fomento ao desenvolvimento econômico e social. Nos três primeiros anos do governo Lula, no entanto, o crédito dirigido representado pelas exigibilidades sobre os depósitos bancários e pelos desembolsos dos fundos para-fiscais (BNDES, BB, CEF, BNB e Basa) apresentou uma considerável taxa de expansão, mas em menor proporção do que a ocorrida no segmento de crédito livre. Ademais, as instituições financeiras públicas federais, em menor grau o BNDES, a partir do processo de reestruturação, sofreram pressões crescentes para aperfeiçoar a gestão dos recursos ao encontro da realizada pelos bancos privados.⁴⁵ Nesse sentido, algumas instituições, procuram realizar ganhos nos segmentos livres para preservar a execução de políticas públicas, isso resultou em alguma democratização do crédito dirigido (financiamento habitacional para famílias de baixa renda⁴⁶ e Programa Nacional de

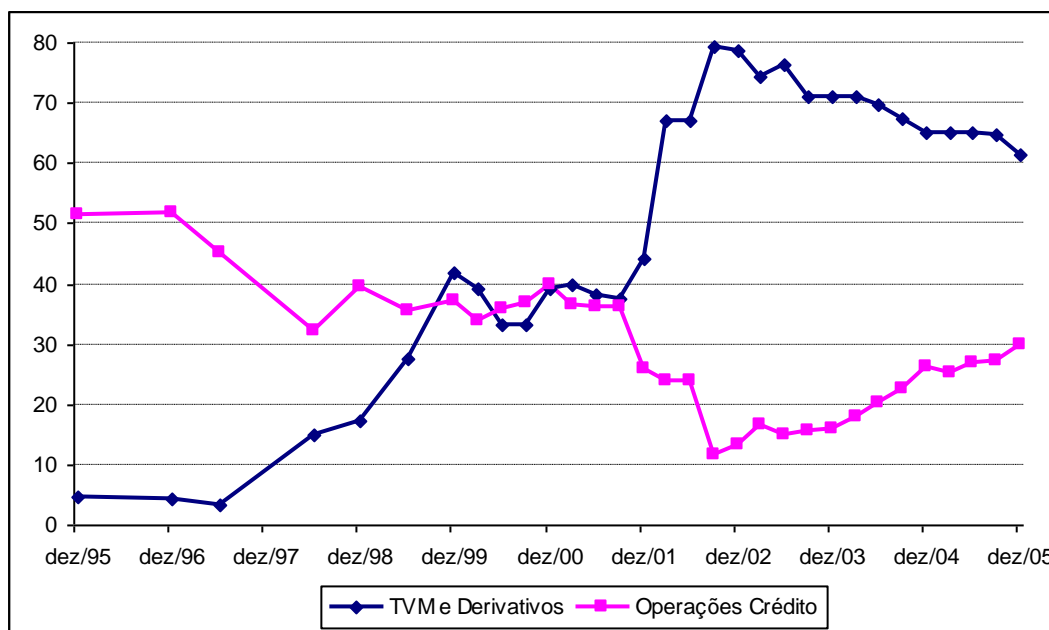
⁴⁵ Vidotto, Carlos Augusto. Reforma dos bancos federais brasileiros: programa, base doutrinária e afinidades teóricas. *Economia e Sociedade*, Campinas, Instituto de Economia/Unicamp, v. 14, n. 1 (24), p. 57-84, jan./jun. 2005.

⁴⁶ Como afirma Costa, Fernando Nogueira da. Crédito dirigido pela demanda. *Folha de S.Paulo*, Tendências/Debates, São Paulo, 28 jun. 2004. p. A3: “No caso da Caixa, uma percentagem considerável dos créditos foi contratada em condições não praticadas por bancos privados, pois atendem às políticas públicas. A estrutura do banco tem custos que devem ser recompensados em operações do segmento livre. As operações comerciais possibilitam um *spread* significativo.”

Fortalecimento da Agricultura Familiar, Pronaf). Diante disso, pode-se caracterizar esse ciclo de crédito como tipicamente privado e motivado pelas estratégias dos bancos privados, com os bancos públicos perseguindo as mesmas estratégias.

Gráfico 14

Participação de títulos, valores mobiliários e derivativos e operações de crédito nos ativos do Basa
Em %



Fonte: Banco Central do Brasil. Disponível em: <<http://www.bancocentral.gov.br>>.

Considerações finais

A perspectiva de redução gradual da taxa de juros de curto prazo, a partir de setembro de 2005, com repercussões nas taxas de médio e longo prazo (contratos de *swap* DI/pré 360 dias e derivativos), em um ambiente macroeconômico de aceleração do crescimento do produto e da renda (o salário mínimo cresceu acima da inflação, o que favorece as classes de renda mais baixa), bem como de estabilidade do cenário internacional, tem levado as instituições financeiras, em particular do segmento de varejo, a ampliar seus produtos direcionados ao crédito pessoal, inclusive por meio de aumento da escala. Os grandes conglomerados financeiros tendem ainda a acelerar suas parcerias com redes de lojas de varejo e com as instituições públicas e privadas visando o fornecimento do crédito consignado. Isso poderá prolongar o ciclo de crédito livre, sob a liderança dos empréstimos pessoais. Enfim, a queda da taxa de juros acompanhada da aceleração do crescimento da renda e do produto deve corroborar o processo de antecipação de poder de compra realizado pelos bancos.

Como discutido acima, a manutenção da fase ascendente da concessão de empréstimos depende do patamar da taxa de juros e da sustentação do crescimento do produto e da renda. A interação entre a oferta e a demanda por crédito persistirão enquanto permanecer uma perspectiva de aumento do rendimento esperado (capacidade de pagamento da dívida). Mediante o

multiplicador da renda, a oferta e a demanda por crédito em operações com recursos livres podem se potencializar, ampliando a amplitude do ciclo de crédito. Ademais, a própria redução da taxa de juros básica melhora o resultado da intermediação financeira, uma vez que o *spread* sobre o crédito é muito superior ao sobre os títulos públicos, além dos ganhos de escala na massa das operações. Os bancos tendem a elevar a rentabilidade com a expansão consistente das operações de crédito.

Caso contrário, os níveis de inadimplência tenderão a aumentar e os bancos se tornarão mais seletivos, uma vez que sua atuação obedece a critérios de seleção da carteira de ativos e de custo de oportunidade do capital. Na reversão do ciclo, com o aumento da incerteza e da aversão ao risco, o montante de recursos aplicados pelos bancos em títulos, valores mobiliários e derivativos tende a se expandir a uma taxa maior do que a registrada nas concessões de empréstimos. A maximização dos lucros fica condicionada pela aversão ao risco e pela preferência pela liquidez, em condições macroeconômicas distintas.

Até o momento, uma questão positiva, quando se considera a gestão do crédito administrado por instituições financeiras públicas, foi a busca pela democratização do acesso aos recursos. Nos segmentos sobre os quais não pesam exigibilidades (no segmento livre), a atuação dessas instituições foi bastante semelhante à dos bancos privados. A administração dos fundos para-fiscais sofreu reorientações parciais. No caso do FGTS, administrado pela CEF, houve maior preocupação com a disseminação do crédito imobiliário, mediante maior acesso as classes de menor renda. Já no caso do BNDES, cujos principais recursos provêm do FAT, a ausência de definições de prioridades claras decorrente da inexistência de um modelo de desenvolvimento e/ou das dificuldades de se implementar a política industrial limitou sua atuação, a despeito de um avanço das operações com pequenas e médias empresas e para os setores exportadores. No conjunto das ações relativas ao crédito dirigido fica fortemente sugerida uma ação compensatória durante os três primeiros anos do governo Lula. Vale dizer, a preservação dos fundos para-fiscais, do caráter público das instituições financeiras e uma tentativa de democratização do acesso aos recursos (FGTS) e serviços bancários para as classes de mais baixa renda, mediante a expansão do microcrédito. Mas não é possível observar a utilização das instituições federais, nem dos fundos para-fiscais, nem do crédito dirigido como um todo como uma alavanca para um novo modelo de desenvolvimento.

No entanto, mantidas as atuais condições macroeconômicas e de liquidez no mercado financeiro internacional, o sistema financeiro brasileiro apresenta forte potencial de crescimento, tanto no que se refere à intermediação financeira tradicional, dado a baixa alavancagem das grandes instituições, como no que concerne à oferta de um amplo espectro de serviços bancários, tais como administração de portfólio, custódia e emissão de títulos, custódia de ações etc. A lógica concorrencial intensifica a busca por novas estratégias e nichos de mercado à medida que se concretizem as expectativas de estabilização de preços interna e das condições de financiamento externo, bem como da expansão do produto e da renda. A ausência de condições necessárias para o crescimento sustentado da produção, dos investimentos e da geração de empregos desencadeia na formação de ciclos de crédito com durações relativamente estreitas.

Dessa forma, para consolidar o crescimento sustentado haveria de articular as condições macroeconômicas e das instituições financeiras em ampliar a oferta de crédito de longo prazo para

a acumulação produtiva. Isso parece sugerir que as instituições financeiras públicas federais (Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal, Banco do Nordeste do Brasil, Banco da Amazônia e Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social) ainda são imprescindíveis para a retomada sustentável dos investimentos no país, sob a liderança dos investimentos públicos (estradas, ferrovias, energia elétrica, portos etc.), mesmo que geridos em parcerias com o setor privado (Parcerias Público-Privadas, *project finance* etc.). A retomada dos investimentos públicos é relevante para conter a formação de mini-ciclos na economia brasileira, como o último que terminou no terceiro trimestre de 2005. A incerteza sobre a trajetória da economia, associada a fatores estruturais (volatilidade da taxa de câmbio, elevado estoque da dívida pública, altas taxas de juros), é amplificada pelo manejo excessivamente ortodoxo da política macroeconômica. Enquanto não se evidenciar que a retomada do crescimento da economia brasileira será sustentável, parece pouco provável a ocorrência de um novo ciclo de investimento privado. A frustração com o potencial de expansão do mercado interno continua muito presente na memória dos investidores.

Nessas circunstâncias, os investimentos têm sido determinados por vantagens comparativas bastante sólidas, como no *agrobusiness* (complexo soja, carnes, papel e celulose etc.);⁴⁷ pela dinâmica da concorrência que exige continuar investindo, como, por exemplo, em telecomunicações e distribuição varejista; pelo comportamento dos preços internacionais (mineração, siderurgia e petroquímica). Além disso, o enxugamento de algumas cadeias produtivas e a estagnação dos investimentos produziram “estrangulamentos na estrutura de oferta” que somente serão reparados com o aumento dos gastos na formação de nova capacidade, o que exige políticas adequadas de crédito, de comércio exterior e de inovação tecnológica. A construção de vantagens competitivas exige políticas de Estado capazes de sustentar taxas elevadas de investimento sobre o Produto Interno Bruto.

⁴⁷ Infelizmente, o complexo do agronegócio brasileiro tem enfrentado crescentes restrições de preço desde o segundo semestre de 2005, com a persistente valorização da taxa de câmbio, queda nos preços de algumas *commodities* agrícolas, ameaça de gripe aviária e febre aftosa.