

ESTUDOS E PESQUISAS Nº 140

A Dinâmica do Setor Externo e a Agenda de Política para o Novo Ciclo

Claudio R. Frischtak * e Marco Antônio F.H. Cavalcanti **

XVIII FÓRUM NACIONAL
Por que o Brasil não é um país de alto crescimento?
(fora do desenvolvimento não há salvação)
15 a 18 de maio de 2006



* Consultor de Empresas. Ex-economista Sênior do Banco Mundial

** Economista do IPEA.

Versão Preliminar – Texto sujeito à revisões pelo(s) autor(es).

Copyright © 2006 - INAE - Instituto Nacional de Altos Estudos. Todos os direitos reservados. Permitida a cópia desde que citada a fonte. *All rights reserved. Copy permitted since source cited.*

INAE - Instituto Nacional de Altos Estudos - Rua Sete de Setembro, 71 - 8º andar - Rio de Janeiro - 20050-005 - Tel.: (21) 2507-7212 - Fax: (21) 2232-1667 - E-mail: forumnacional@inae.org.br - web: <http://forumnacional.org.br>

I. Introdução: uma breve retrospectiva do último ciclo

Uma tentativa de periodização do último ciclo econômico tem por ponto de partida o ano de 1993 (ver Quadro 1 para uma síntese dos indicadores fiscais e externos dos extremos das fases de “expansão” e “ajuste” do ciclo, e as médias referentes a cada fase). Os níveis extremamente elevados de inflação em 1993 (2.477% medidos pelo IPCA) garantiam, à época, ganhos significativos de senhoriação ao governo (estimados em 7% do PIB naquele ano, de um total de 14% de imposto inflacionário – o restante sendo, em grande medida, absorvido pelos bancos com base no “float” não remunerado) e ajustavam ex-post as contas públicas¹. Naquele ano, a relação DLSP/PIB era de 32,56%. Ao mesmo tempo, havia um relativo (ainda que precário) equilíbrio no setor externo: exportações de US\$ 38,55 B, saldo comercial de US\$ 13,3 B, e contas correntes praticamente zeradas num contexto de retomada de crescimento do PIB (que chegou a 4,92%). Já o processo de reestruturação da dívida externa sinalizava que, apesar de uma ainda alta relação dívida total/exportações (3,6 versus 4,3 dez anos antes), seu serviço era sustentável (desde que os indicadores de solvência apontassem na direção correta).

A fase de expansão do ciclo – 1993/98 - se esgota por força da deterioração fiscal e insolvência externa. No plano doméstico, o fim do imposto inflacionário e as dificuldades de impor uma rígida disciplina fiscal, assim como o reconhecimento de diversos “esqueletos” herdados dos planos de estabilização anteriores ao Real, levaram a uma expansão (potencialmente explosiva, dados os níveis de déficit nominal) do endividamento público, somente parcialmente compensada por uma maior pressão tributária: a relação DLSP/PIB sobe 9,15% e a carga tributária 4,02% no período. No setor externo, o crescimento da absorção doméstica, suportado nos primeiros anos pós-Real por uma combinação de “devolução” do imposto inflacionário e ganhos reais de renda (e sua maior previsibilidade), assim como o uso prolongado da âncora cambial implicando no baixo crescimento das exportações, combinado com uma sucessão de choques externos adversos (México em 1994/95, Ásia em 1997, Rússia em 1998), desembocou numa crise de credibilidade, ataque ao Banco Central com queda acentuada das reservas, e uma maxi-desvalorização do Real ao início de 1999².

O ano de 1999 apresenta uma inflexão da política macroeconômica, e o início de um período de transição que contempla um forte ajuste tanto nas contas públicas quanto no setor externo, com o objetivo de restaurar as condições de crescimento. O cerne da *nova* política econômica pode ser assim resumido:

- geração de significativos superávits primários, pautados por metas anuais, para fazer face ao déficit nominal da ordem de 10,5% do PIB em 1999 e ao aumento acentuado e insustentável da relação DLSP/PIB – com base, entre outros, na Lei de Responsabilidade Fiscal (aprovada em 2000), no maior controle dos gastos públicos (inclusive pelo seu contingenciamento) e no aumento da carga tributária (Quadro 2);
- regime cambial de “livre flutuação” (na realidade, um “dirty float” que atenua a volatilidade e não impede movimentos na taxa de câmbio de natureza estrutural), que iria refletir tanto o excesso de demanda de divisas quanto a expectativa dos agentes no que diz respeito à trajetória do câmbio;
- implementação de um sistema de metas de inflação com o objetivo de ancorar as expectativas dos agentes e, progressivamente, fazer a economia convergir para taxas de inflação levemente superiores (em 1-2%) às observadas nas economias desenvolvidas.

¹ Daí a possibilidade de financiar um déficit nominal que mesmo em 1994 – primeiro ano estabilização – chegou a 39,88% do PIB, sem “comprometer” as contas públicas.

² Em 1993-95, o consumo das famílias e o investimento se expandiram a taxas anuais bastante elevadas: 6,92 a.a e 9,24%, enquanto que em 1996-98 o crescimento se arrefeceu: 2,23% e 3,41% respectivamente.

**Quadro 1: Indicadores Macro da Economia Brasileira
1993, 1998, 1999 e 2005, e médias 1993/98 e 1999/05
em % do PIB**

Indicador	Valores Anuais				Médias	
	1993	1998	1999	2005	1993 - 98	1999 - 05
Crescimento do PIB	4,92	0,13	0,79	2,28	3,49	2,29
I. Fiscal						
Déficit Nominal (NFSP) (%) ^(a)	64,83	7,93	9,98	3,06	19,83	5,58
Resultado Primário (%)	(2,18)	(0,02)	(3,23)	(4,84)	(1,17)	(3,99)
DLSP/PIB (%)	33,42	37,79	50,35	51,23	33,05	53,13
Carga Tributária (%)	25,30	29,33	31,07	37,50 ⁽¹⁾	28,03	33,75
II.A Externo - corrente						
Exportações (X) – US\$ Bi.	38,55	51,14	48,01	118,31	46,75	72,79
Saldo Balança de Comércio (X-M) – US\$ Bi	13,30	(6,57)	(1,20)	44,76	0,23	16,72
Conta Corrente (CC) – US\$ Bi ^(b)	(0,68)	(33,42)	(25,33)	14,20	(18,04)	(7,19)
X/PIB (%)	9,0	6,5	8,9	14,9	7,13	12,6
(X+M)/PIB (%)	14,9	13,8	18,1	24,1	13,9	22,4
X/Xw (participação exportações mundiais)	1,04	0,95	0,86	1,17	0,97	0,98
CC/PIB (%)	(0,16)	(4,24)	(4,72)	1,85	(2,36)	(1,48)
Taxa de Câmbio Real ⁽²⁾	104,92	89,34	118,10	83,92	91,22	104,27
II.B Externo - capital						
Dívida Externa Total (Dx)–US\$ Bi ajuste ⁽³⁾	145.726	223.792	225.610	168.860	176,167	206.906
Reservas Líquidas ajustadas US\$ Bi ⁽⁴⁾	31.906	34.362	23.861	50.823	47.066	28.347
Dx/X (%)	378,0	437,6	469,9	142,7	375,47	317,0
Dx/PIB (%)	33,91	28,40	42,04	21,98	26,69	37,54
Investimentos Diretos - US\$ Bi ^(c)	1,29	28,86	28,58	15,19	11,08	20,56
Saldo Cambial – US\$ Mi	nd	10.302	(5.981) ⁽⁵⁾	19.310	16.558 ⁽⁶⁾	5.550

Fontes: Banco Central, IPEADATA, IBGE, SRF, Secex, FMI, OMC.

Notas: (1) Estimativa. (2) Taxa de câmbio efetiva real – calculado pelo expurgo do IPA-OG, e dos IPAs dos 16 mais importantes parceiros comerciais do Brasil, ponderada pela sua participação nas exportações brasileiras (base ano 2000=100); índice (média 2000=100). (3) A partir de março de 2001, exclui empréstimos intercompanhias retroativo a 1998 e contempla revisão na posição de endividamento. O ano de 19993 está, portanto, levemente sobreestimado. (4) exclui empréstimos do FMI. (5) Enquanto que em 1998 o saldo comercial cambial foi de US\$ 3,8 M e o financeiro de US\$ 6,5 M, em 1999 eles foram de respectivamente US\$ 8,7 M e US\$ -14,7 M. (6) Média 1995-1998.

(a) NFSP- necessidade de financiamento do setor público - déficit nominal, com desvalorização cambial – em % do PIB

(b) Conta corrente = saldo em transações correntes.

(c) Investimentos diretos = investimentos diretos estrangeiros no país – anual

**Quadro 2: Brasil - Resultado Primário das Contas Públicas
1993-2005, em % do PIB***

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
MP	na	na	na	na	na	na	2,60	3,25	3,00	3,00	3,75	4,25	4,25
MR	na	na	na	na	na	na	3,10	-	3,35	3,88	4,25	4,50	-
MA	2,19	5,21	0,27	(0,09)	(0,95)	0,01	3,19	3,46	3,64	3,89	4,37	4,61	4,84

Fonte: Banco Central. MP: meta prevista; MR: meta revista; MA: meta atingida

(*) Não havia metas explícitas em 1993-98. Em 2000 e 2005 não houve revisão das metas.

Pode-se afirmar que a fase de “transição” que se encerraria em 2005 foi moderadamente bem sucedida.

- No plano fiscal, a relação DLSP/PIB, após chegar a 57,52% em 2003- impulsionada pela depreciação cambial e um aumento das taxas Selic pelo Banco Central com objetivo de inverter a trajetória esperada de inflação naquele ano, alimentada pelo salto dos IGPs no ano anterior - foi reduzida a 51,65 em 2005. A perspectiva é de contração gradual e monotônica nos próximos anos, eventualmente acelerada por uma expansão mais rápida da economia e queda das taxas que indexam a dívida pública – em especial a Selic³; e
- No plano externo, as mudanças foram, em certo sentido, dramáticas, propiciadas pela combinação do regime de (quase) livre flutuação, que levou a fortes ganhos no câmbio real, com mudanças nas estratégias de inserção das empresas no mercado internacional – que passa a ser permanente e não anticíclica e oportunista – e um eventual choque positivo nos termos de intercâmbio e grau de liquidez da economia mundial. O crescimento acentuado das exportações – 16,22% em 1999-05 e 25,12% em 2002-2005 versus 5,82% em 1993-1998 –, a inversão da posição da conta corrente, de deficitária em todos os anos 1993-98 para superavitária a partir de 2003 (com um pico de 1,85% do PIB em 2005), e a melhora nos principais indicadores de solvência (em particular na relação dívida externa total/exportações, que se reduz de 4,38 em 1998 e 4,70 em 1999 para 1,43 em 2005) parecem indicar senão o fim, o “começo do fim” da clássica restrição externa ao crescimento (Quadro 3).

**Quadro 3: Brasil – Indicadores Selecionados de Solvência Externa
1999-2005, em %**

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Dívida Externa/PIB	42,04	36,02	41,18	45,87	42,41	33,29	21,02
Dívida Externa/X	469,9	393,8	360,6	349,1	294,1	208,7	142,7
Serviço da Dívida/X	126,5	88,6	84,9	82,7	72,5	53,8	41,15

Fonte: BC

Pode-se conjecturar que o país estaria vivendo em 2006 o primeiro ano de um novo ciclo de expansão, na medida em que aquela que tem sido historicamente sua principal restrição – o *gap* de recursos externos – foi, senão removida, fortemente atenuada. Nessas circunstâncias, qual seria o papel da política fiscal na sustentação do processo de crescimento? Em particular, até que ponto uma eventual deterioração fiscal poderia fragilizar esse processo? O objetivo central deste trabalho é avançar no entendimento dessas questões. A seção II estima, a partir de um modelo econométrico, o padrão de relação entre os principais agregados macroeconômicos no período recente, e realiza, com base nessas estimações, exercícios de projeção condicional para o período 2006-10. Sob a premissa de um aperto monetário gradual e um *soft landing* da economia mundial nos próximos anos, os resultados do modelo indicam que a sustentação do processo de crescimento realmente enfrenta uma restrição “dura” no plano fiscal. Ou seja, enquanto a “sobra” de divisas permitiria – em tese – acelerar o crescimento da economia, a fragilidade das contas públicas imporá uma barreira dura a este processo. O modelo sugere, ainda, que a valorização excessiva do câmbio real poderia configurar uma segunda restrição ao crescimento – identificando, portanto, mais uma frente em que a política econômica poderia atuar visando à sustentação de taxas elevadas de crescimento.

³ Ver seção II deste trabalho.

A seção III introduz uma nova “condição de contorno”, e examina a possibilidade de inversão do ciclo de expansão global nos próximos anos (por hipótese em 2007/2008) e suas conseqüências para a economia brasileira. Nessas novas circunstâncias – caracterizadas por um conjunto de choques adversos no plano da liquidez internacional e dos termos de intercâmbio/quantum do comércio – a questão com que o país se defronta é: Estamos preparados? Quais as fragilidades remanescentes? A seção IV discute alguns dos principais pontos de uma agenda de política para o país reforçar seus fundamentos externos, assegurando uma trajetória de crescimento sustentado e respondendo a eventuais choques externos. A âncora desta agenda seria uma melhor coordenação das políticas fiscal, monetária e cambial, tendo por base uma melhoria significativa das contas públicas, um afrouxamento monetário com uma redução mais rápida da taxa Selic, e uma política cambial ativa, que venha a impedir a deterioração do tecido produtivo do país por uma apreciação excessiva do Real, fenômeno esse que já se observa. O resultante esperado da agenda seria uma **expansão do fluxo de comércio**, com o rápido crescimento das exportações e redução das barreiras às importações, possibilitando acelerar o crescimento da economia para um novo patamar de cerca de 4,5% a.a. A seção V sintetiza as conclusões.

II. Projeções de Crescimento Econômico, Restrição Fiscal e Sobrevalorização Cambial

Sob a hipótese de um *soft landing* da economia mundial, a sustentação do crescimento econômico no Brasil nos próximos anos dependerá basicamente do manejo adequado dos instrumentos de política econômica doméstica. Nesta seção, procuramos inferir as possíveis conseqüências de diferentes opções de política econômica sobre o crescimento do país no período 2006-2010. Em particular, buscamos verificar a existência de restrições ao crescimento que poderiam advir do relaxamento da política fiscal a partir de 2007 e da manutenção de uma situação de sobrevalorização real da taxa de câmbio.

O exercício está baseado em um modelo econométrico que retrata o padrão de relação entre os principais agregados da economia brasileira no período recente. A partir desse modelo, é possível inferir os efeitos que diferentes “choques” de política econômica podem acarretar sobre o comportamento esperado do PIB, desviando-o de sua tendência de longo prazo. Assim, dado um conjunto de hipóteses referentes à trajetória tendencial dos principais agregados macroeconômicos, o modelo permite calcular os desvios esperados em relação a essa tendência impelidos por diferentes políticas econômicas.⁴

II.1 Modelo Econométrico

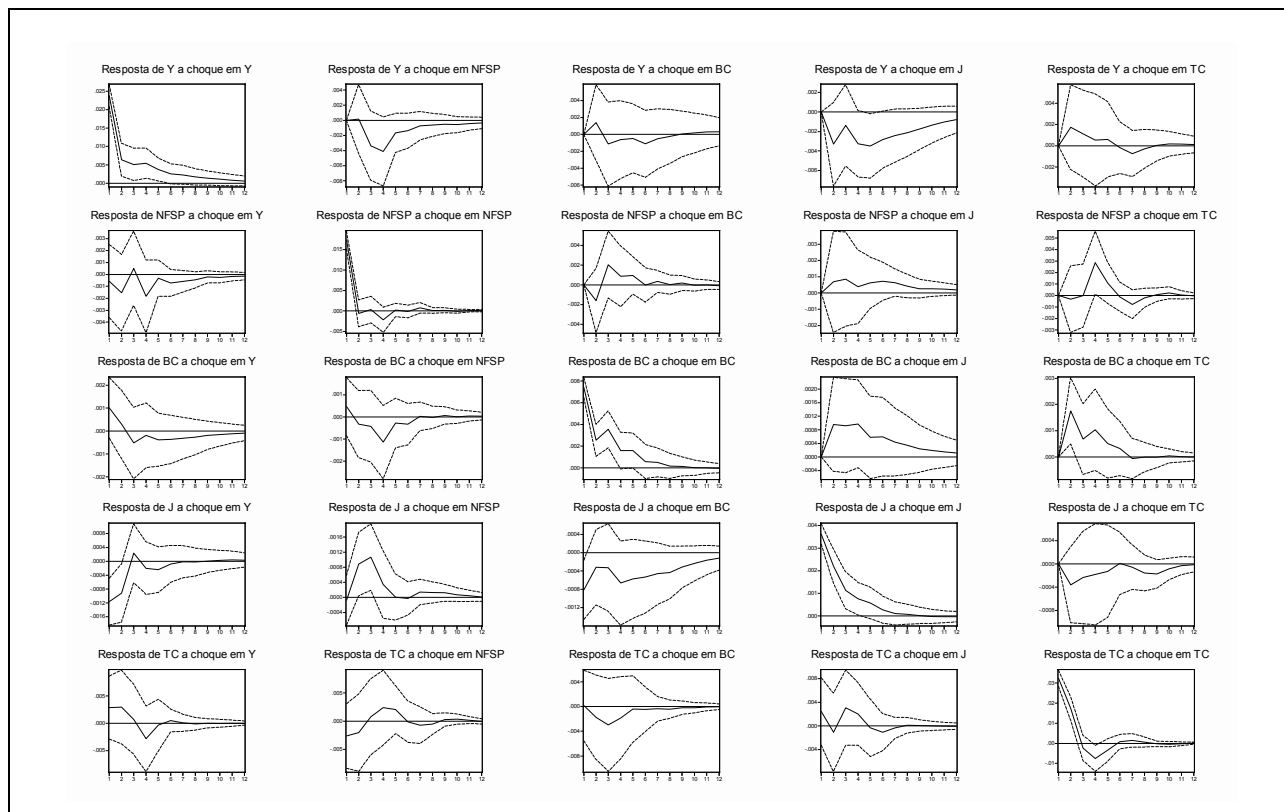
Estimou-se um modelo autoregressivo vetorial (VAR), usando dados mensais para o período 1995-2005, para as seguintes variáveis: taxa de crescimento do PIB (Y), necessidades de financiamento do setor público, em % do PIB – conceito primário (NFSP), saldo da balança comercial, em % do

⁴ É importante ressaltar que, a nosso ver, o modelo em questão não é adequado para prever o comportamento tendencial das variáveis analisadas, tendo em vista que as mudanças estruturais pelas quais a economia brasileira vem passando devem tornar obsoleta a informação contida nas séries históricas referente às trajetórias de longo prazo dessas variáveis. Por outro lado, acreditamos que o padrão de resposta a choques econômicos não deva alterar-se radicalmente, o que justifica o uso do modelo para a análise de choques de política econômica. Um exercício baseado em abordagem semelhante, que combina o uso de um modelo econométrico para analisar as interrelações de curto prazo entre as variáveis macroeconômicas com hipóteses arbitrárias acerca do comportamento tendencial dessas variáveis, pode ser encontrado na Nota Técnica “Dívida pública, rigidez fiscal e dinâmica macroeconômica”, de autoria de Felipe C.F. Pinheiro e Ajax R.B. Moreira, publicada no Boletim de Conjuntura do IPEA No.72 (março de 2006).

PIB (BC), taxa de juros real (J) e variação da taxa de câmbio efetiva real (TC).⁵ O VAR foi especificado com 3 defasagens, com base em critérios de informação e sujeito à restrição de que os resíduos não apresentassem autocorrelação.⁶

O Gráfico 1 mostra as funções de resposta a impulso do VAR para o horizonte de 12 meses.⁷ Os quadros do gráfico apresentam a resposta de cada variável a “choques” de um desvio-padrão em cada uma das variáveis do sistema (inclusive choques na própria variável), com intervalos de confiança de ± 2 desvios padrões.

Gráfico 1
Funções de resposta a impulso do VAR



OBS.: (i) Funções de resposta a impulso obtidas pela ortogonalização das inovações do VAR.
(ii) Os impulsos correspondem a inovações de 1 desvio padrão em cada variável.
(iii) As linhas tracejadas correspondem a intervalos de confiança de ± 2 desvios padrões.

Em exercícios desse tipo, é usual encontrar respostas estatisticamente pouco significativas, dado o elevado grau de incerteza associado à estimação de grande número de parâmetros. Esse problema também aparece em alguns dos quadros acima, nos quais os intervalos de confiança para as respostas aos choques não permitem diferenciá-las de zero em termos estatísticos (ao nível de significância de 5%). Na discussão a seguir, focaremos nas estimativas centrais das respostas a

⁵ A taxa de crescimento do PIB refere-se à variação em relação a igual período do ano anterior. A série de PIB mensal foi gentilmente fornecida por José Ronaldo C. Souza Jr, do IPEA. As demais séries foram calculadas a partir de dados primários extraídos do IPEADATA (www.ipeadata.gov.br). A taxa de juros real corresponde à taxa SELIC deflacionada pelo IPCA. Quando necessário, as variáveis foram dessazonalizadas pelo método X-12 ARIMA.

⁶ Para uma discussão do uso de critérios de informação na escolha da ordem de defasagens de modelos VAR, ver H.Lutkepohl, *Introduction to Multiple Time Series Analysis*, Springer-Verlag, 1991.

⁷ A análise das funções de resposta a impulso está baseada na decomposição de Cholesky da matriz de covariância dos distúrbios do VAR, usando-se a ordenação (Y, NFSP, BC, J). Para uma discussão detalhada da análise de função de resposta a impulso em modelos autoregressivos vetoriais, ver, por exemplo, J. Hamilton, *Time Series Analysis*, Princeton University Press, 1994, cap.11.

impulsos, deixando em segundo plano a incerteza a elas associada, sob a premissa de que a reduzida extensão das séries temporais utilizadas e a notória turbulência macroeconômica no período sob análise explicam, em grande parte, a incerteza de nossas estimações. Sob a ressalva de que alguns dos efeitos assinalados podem ser estatisticamente pouco relevantes, os principais resultados do exercício são:

- (a) O crescimento do PIB (Y) responde negativamente a aumentos do déficit público primário (NFSP) e da taxa de juros real (J), e positivamente à elevação da taxa de câmbio efetiva real (TC);
- (b) O saldo comercial (BC) decresce em face de aumentos do PIB e do déficit público, e aumenta dados choques positivos na taxa de juros real e na taxa de câmbio real;
- (c) A taxa de juros real (J) aumenta fortemente dado um aumento do déficit público.

Os resultados mais interessantes para nossos fins dizem respeito à resposta do PIB a aumentos no déficit público e no câmbio real. O efeito negativo do déficit público sobre o crescimento do produto é particularmente significativo (do ponto de vista estatístico e econômico), e sugere a validade da hipótese de “efeitos não keynesianos” da política fiscal para o Brasil. Esse efeito parece estar ligado ao comportamento da taxa de juros real, que aumenta significativamente face à elevação das necessidades de financiamento do setor público.

O efeito positivo estimado de “choques” na taxa de câmbio efetiva real sobre o crescimento do PIB sugere que o impulso à demanda agregada proporcionado pela desvalorização cambial – via ganhos de rentabilidade aos setores de bens comercializáveis – supera, pelo menos no curto prazo, os possíveis impactos adversos associados ao maior peso das dívidas em dólar e aos maiores custos de insumos e bens de capital importados. Entretanto, dada a magnitude relativamente pequena e a baixa significância estatística do efeito estimado, essa conclusão deve ser encarada com certa cautela.

Além disso, os resultados proporcionam algum suporte à validade da hipótese de “déficits gêmeos” para o Brasil, pois elevações no déficit público parecem ser seguidas por menores saldos comerciais – ou, alternativamente, maiores déficits na balança. O canal de transmissão entre os déficits parece estar ligado, uma vez mais, à alta da taxa de juros em resposta ao aumento do déficit público.

II.2 Projeções Condicionais sob Diferentes Cenários para a Política Fiscal e para a Taxa de Câmbio Efetiva Real

Tomados em conjunto, os resultados acima corroboram, de um ponto de vista qualitativo, a hipótese central deste trabalho, segundo a qual a condução da política fiscal deve desempenhar papel fundamental na sustentação do crescimento econômico. Além disso, a possível existência de efeitos positivos da taxa de câmbio real sobre o PIB sugere que a valorização excessiva do câmbio poderia configurar uma segunda restrição ao crescimento. O Quadro a seguir procura quantificar esses efeitos. Apresentam-se os efeitos acumulados (após 12 meses) sobre o crescimento do produto e o saldo da balança comercial acarretados por um aumento permanente de 1 ponto percentual no déficit primário do setor público (como proporção do PIB) e por uma desvalorização de 1% da taxa de câmbio efetiva real.⁸

⁸ Os resultados a seguir são estimativas pontuais, não levando explicitamente em consideração a incerteza retratada pelos intervalos de confiança das funções de resposta a impulso apresentadas anteriormente.

Quadro 4: Efeitos do Déficit Primário do Setor Público e da Taxa de Câmbio Efetiva Real sobre o PIB e a Balança Comercial

	Efeito sobre a taxa de crescimento do PIB (em %)	Efeito sobre a razão saldo comercial/PIB (em pontos percentuais)
Aumento de 1 ponto percentual nas NFSP (em %PIB)	-0,79	-0,11
Desvalorização de 1% da taxa de câmbio efetiva real	0,10	0,13

OBS.: (i) Efeitos acumulados após 12 meses.

(ii) Os efeitos calculados estão baseados nas funções de resposta a impulso apresentadas no Gráfico 1.

A partir desses resultados, podemos visualizar cenários distintos para a evolução das variáveis macroeconômicas no período 2006-2010, diferenciados pela condução da política fiscal e do nível da taxa de câmbio real. No que se refere à política fiscal, consideramos um cenário de política “dura”, caracterizada pela manutenção de elevados superávits primários, da ordem de 5% do PIB, e um cenário de política “frouxa”, no qual haveria certo relaxamento do esforço fiscal, com as NFSP caindo gradativamente a partir de 2007 até atingir 3% do PIB. No que tange ao nível da taxa de câmbio efetiva real, visualizamos um cenário em que não haveria mudanças substanciais em relação à situação atual, caracterizada por um câmbio provavelmente “sobrevalorizado”, e outro cenário em que ocorreria uma desvalorização real gradual da ordem de 25%, aproximando a taxa de câmbio do que seria um nível de “equilíbrio de longo prazo”.⁹

O Quadro 5 abaixo apresenta os valores médios esperados para o PIB no período 2006-2010, dados os cenários citados para as NFSP e para a taxa de câmbio real e sob a hipótese de convergência do crescimento do PIB potencial para taxas em torno de 4% aa. – que seria compatível com um cenário de *soft landing* para a economia mundial nos próximos anos.

Quadro 5: Crescimento Médio do PIB sob Diferentes Cenários 2006-2010 (Em %)

		Política Fiscal	
		“Dura”	“Frouxa”
Nível da Taxa de Câmbio Efetiva Real	“Sobrevalorização”	4,0	2,5
	“Equilíbrio de longo prazo”	4,6	3,1

Obs.: Ver texto para definição dos cenários de política fiscal e taxa de câmbio efetiva real.

Os resultados deixam claro que a restrição fiscal é, sim, relevante para garantir a sustentação do crescimento: uma postura fiscal “dura” poderia gerar ganhos de cerca de 1,4% ao ano no período sob análise.

Além disso, a recuperação gradual do nível da taxa de câmbio real rumo a um suposto “nível de equilíbrio de longo prazo” poderia gerar ganhos adicionais não desprezíveis, da ordem de cerca de

⁹ Para uma estimativa recente do grau de sobrevalorização da taxa de câmbio no Brasil, ver Mario Mesquita e Zeina Latif, “Brazil: looking at the BRL – a PPP approach,” em ABN-AMRO, *Latam View*, 3 de Março 2006.

0,5-0,6% aa.¹⁰ Evidentemente, dado o elevado grau de incerteza na estimação do efeito do câmbio real sobre o PIB no modelo VAR da subseção anterior, esta conclusão deve ser encarada com cautela; mas, ainda que a magnitude do efeito seja questionável, sua direção nos parece correta. Vale ressaltar, ainda, que uma desvalorização do câmbio real deve ter efeitos sobre o produto potencial da economia, através do incentivo à taxa de investimento doméstica, que nosso modelo econométrico não é capaz de captar. Logo, além dos efeitos de curto-médio prazo apresentados na tabela, é possível conjecturar que uma taxa de câmbio mais próxima do “equilíbrio” deve acarretar ganhos adicionais de crescimento.

Ainda com relação ao cenário de desvalorização cambial, cabe destacar que a geração de uma trajetória gradual de desvalorização da taxa de câmbio real não parece incompatível com o controle da inflação segundo as metas de desempenho estabelecidas para o Banco Central. De fato, estimativas preliminares dos autores deste trabalho sugerem a ocorrência de significativas não-linearidades no *pass-through* do câmbio para a inflação, de tal forma que desvalorizações cambiais teriam reduzido impacto sobre a inflação em situações caracterizadas por um câmbio real sobrevalorizado, conforme se observa atualmente.

Em suma, as simulações acima indicam a relevância tanto do rigor fiscal quanto da gestão cambial no sentido de dar consistência ao crescimento do país nos próximos anos. Este é o caso num cenário de *soft landing* da economia mundial, e com mais razão se ocorrer uma reversão mais brusca no cenário internacional. A próxima seção discute as possibilidades de que isso venha a ocorrer.

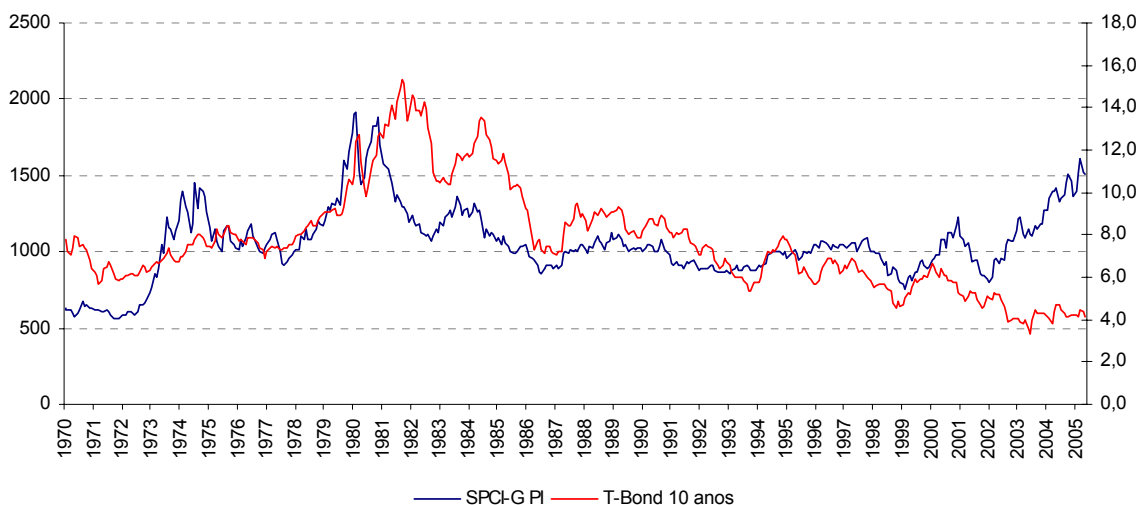
III. A Inversão do Ciclo de Expansão da Economia Mundial

A economia mundial nos últimos 3 anos tem tido um comportamento particularmente benigno, impulsionando as economias emergentes com base numa combinação de preços elevados de *commodities* minerais e agrícolas, e liquidez sem precedentes (Gráfico 2). Se historicamente os índices de preços se correlacionavam positivamente com os juros, recentemente esta correlação se inverteu e preços elevados vêm convivendo com juros de longo prazo reduzidos.

Já há, contudo, sinais de que este processo virtuoso de expansão se encontra próximo ao seu esgotamento, pela escalada dos preços de energia e aumento das taxas de juros de forma progressiva nas três economias centrais – EUA, União Européia e Japão. A trajetória mais provável para a economia mundial é de uma progressiva desaceleração, após uma retomada (não esperada) este ano, crescimento ainda acima da tendência em 2006-07 e próximo de 3% em 2008, e enfraquecimento apontando para um intervalo entre 2,5-3,0% em 2009-10 (Quadro 6). Estas taxas seriam sustentadas pela manutenção de elevada para moderada liquidez, com relativo aperto monetário em 2006-07, e alívio moderado em 2008-09, mas com seqüelas até o final da década. Finalmente o volume do comércio global, cuja expansão se manteria acima de 8 % a.a. em 2006-07, se reduz para 7,0% em 2008, e 6-7% no restante da década.

¹⁰ Cabe observar que a magnitude desses efeitos não pode ser obtida diretamente a partir do Quadro 4, tendo em vista que o choque na variável “desvalorização” é de natureza transitória.

Gráfico 2: Standard & Poor's Commodity Index - Geometric Series (SPCI-G) e Taxas de Juros de longo prazo – janeiro/1970- maio/2005



Fonte: Standard & Poor's (Commodity Index); Board of Governors of the Federal Reserve System (taxas de juros de longo prazo); Elaboração própria

Notas: O **S&P Commodity Index - Geometric Series (SPCI-G)** foi lançado em outubro de 2001. Os dados a partir de 1988 foram calculados retroativamente aplicando-se a mesma metodologia quantitativa completa aos preços históricos, para determinar a inclusão da *commodity* e seu respectivo peso no índice de cada ano. O peso das *commodities* nos índices de 1970 a dezembro de 1987 foram calculados utilizando-se o *Total Open Interest*, ao invés do *Commercial Open Interest*, já que a média de 2 anos deste último não estava disponível antes de 1986; **PI** = Price Index. Este índice mede os movimentos de preço da *commodity* nos contratos futuros.

Quadro 6: A economia do mundo e principais regiões/países ao longo do ciclo de expansão e *soft landing*
Crescimento em %

	2004	2005	2006	2007	2008	2009/10
PIB Mundo	4,1	3,4	3,9	3,6	3,0	2,5-3,0
EUA	4,2	3,6	3,3	3,1	2,9	2,5-3,0
Zona do Euro	1,8	1,5	2,3	2,1	2,0	2,0
Japão	2,7	2,2	2,6	2,5	2,2	2,0-2,5
China	10,1	9,8	9,4	9,1	8,0	8,0-9,0
Índia	6,6	7,1	7,0	6,7	6,0	6,0-7,0
Rússia	7,2	5,5	6,5	6,0	5,5	5,0
Comércio global (volume)	9,0	7,3	8,8	8,5	7,0	6,0-6,5
Juros final do período (pontos)						
EUA (Federal Funds)*	225	425	525	525	475	350
Zona do Euro	200	225	275	300	250	200

Fonte: FMI, BIRD, OMC, OECD, CE; Estimativas e projeções próprias.

* Os T-Notes (10 anos) vêm oscilando nos últimos 2 anos entre 4,0% e 4,5%

Para a economia brasileira, um cenário de *soft landing* seria obviamente preferível a uma trajetória que viesse a contemplar um choque de maiores proporções na economia mundial. Contudo, a probabilidade de tal choque está longe de ser desprezível; pelo contrário, uma contínua exuberância dos mercados ao início de 2006 aponta para um maior risco de inversão sensível do ciclo, seguido por um período de lento crescimento por pelo menos 2-3 anos.

Que ameaças de risco sistêmico poderiam levar a tal resultado?

Primeiramente, um *desequilíbrio estrutural* que vem aumentando de magnitude com o tempo, e se expressa pelos crescentes déficits em conta corrente dos EUA (US\$ 804,9 B ou 6,4 % do PIB), em contraposição a superávits na China e demais economias emergentes asiáticas (US\$ 240 B), Japão (US\$ 164 B) e exportadores de energia (US\$ 400 B). Ao mesmo tempo, enquanto que a posição externa líquida dos EUA se deteriora, as economias asiáticas e dos exportadores de energia acumulam reservas crescentes, da ordem de US\$ 1,8 T para os emergentes asiáticos (sendo China: US\$ 819 B; Índia: US\$ 138 B), e US\$ 843 B Japão, e US\$ 500-600 B para os exportadores de energia (sendo US\$ 168,4 B Rússia, e US\$ 43,3 B Noruega).

O Quadro 7 abaixo sugere um crescimento monotônico e acelerado do déficit em conta corrente e o endividamento externo americano nos próximos anos. De forma sintética, vale sublinhar que no período 1994-04, o déficit em conta corrente se expandiu de US\$ 121,6 B (1,7% do PIB) para US\$ 668,1 B (5,7% do PIB); em 2010, projeta-se que alcance US\$ 1.178,1 B (7,3% do PIB)¹¹. Já a trajetória da dívida externa (obrigações externas líquidas) saíram de uma posição de US\$ 135,3 B (1,9% do PIB) em 1994 para US\$ -2.542,2 B (21,7% do PIB) em 2004; em 2010, projeta-se que a dívida alcance US\$ 8.078,7 B (50,3% do PIB)

Quadro 7: EUA: Posição Externa 2005-10 (US\$ bilhões)

	Exportações Bens e Serviços	Importações Bens e Serviços	Balança Comercial	Conta Corrente	Conta Corrente/ PIB	Dívida externa	Dívida externa/ PIB
2004	1.151,5	1.769,0	-617,6	-668,1	-5,7	-2.542,3	-21,7
2005	1.296,9	1.938,4	-676,5	-744,3	-6,0	-3.346,4	-27,1
2006	1.434,6	2.052,7	-653,0	-796,6	-6,1	-4.122,1	-31,6
2007	1.554,3	2.200,2	-680,9	-857,3	-6,2	-4.957,5	-36,1
2008	1.669,3	2.376,5	-742,2	-953,9	-6,6	-5.888,7	-40,7
2009	1.792,8	2.567,0	-809,2	-1.060,6	-7,0	-6.925,4	-45,5
2010	1.925,4	2.772,6	-882,3	-1.178,1	-7,3	-8.078,7	-50,3

Fonte: Willian R. Cline, *The United States as a Debtor Nation*, Institute for International Economics, 2005

Que elementos vem servindo para *atenuar* essas assimetrias, impedindo – até o momento – movimentos extremamente bruscos nas taxas de câmbio e de juros? Talvez o mais importante seja o reconhecimento da interdependência, e o conseqüente estímulo ao jogo cooperativo: a Ásia – e os novos petrodólares - financiariam os gastos dos EUA que garantem o crescimento da Ásia e a sustentação de elevados preços de energia.

Segundo, a existência de instituições e mecanismos de coordenação de políticas: os bancos centrais – FED, BCE e BofJ – ainda que os dois últimos mais voltados para suas áreas monetárias; o G3/G7; e a própria OMC. *A questão crítica* neste caso diz respeito quanto poder o FED na era Bernanke – de crescente endividamento dos EUA – irá ter para gerenciar adequadamente crises?

¹¹ Na realidade, em 2005 – como já mencionado – o déficit alcançou mais do que US\$ 800 B, chegando a 7% do PIB no ano.

Há, finalmente, alguns fatores estruturais de ordem demográfica que poderiam explicar a manutenção de elevada liquidez nos próximos anos. O envelhecimento populacional dos países ricos e economias maduras implicam em menores necessidades de capital e aumento da poupança, e conseqüentemente manutenção de juros baixos. No caso das economias asiáticas, em particular, o aumento da poupança levaria à continuidade da exportação de capital por um longo período.

Ao mesmo tempo, há importantes elementos de *volatilidade*. Num ambiente de elevada liquidez (observam-se desde 2005 as menores taxas de juros reais de longo prazo nos últimos 25 anos), há um volume crescente de recursos fora da órbita dos BCs seguindo uma lógica de maximização de retornos: na tesouraria das empresas (que se tornaram poupadoras líquidas em 2% PIB do G-7); dentre os exportadores de petróleo (a US\$ 59/barril, o superávit em conta corrente destes seria da ordem de US\$ 470 B); e pela realocação do portfólio dos investidores institucionais (de companhias abertas para ativos alternativos).

Atualmente, os mercados vem se ajustando em quantidades e marginalmente em preços, pois as taxas de câmbio não vem funcionando como mecanismo de autocorreção, na medida que são fixas ou administradas nos países fortemente superavitários que atrelam suas moedas ao dólar. Quando o peso ajuste se der em preços –o *timing* do qual é a grande questão em aberto –, haverá com toda a probabilidade uma forte queda do dólar e aumento dos juros nos EUA. A presença de agentes com menor aversão ao risco, e com menor (ou nenhum) comprometimento com um conceito de estabilidade da economia mundial, e com enormes fundos a seu dispor (a exemplo dos fundos *hedge* que detém mais de US\$1T em ativos), combinado com a ubiqüidade e natureza instantânea da disseminação da informação, poderia levar a mudanças bruscas de posição, e precipitar uma saída maciça do dólar. Se a realocação dos portfólios dos agentes privados for acompanhada pelos bancos centrais das economias emergentes e exportadoras de petróleo, o impacto na economia mundial viria a ser significativo e duradouro.

Uma *dinâmica fortemente altista dos preços de energia* seriam um fator adicional numa eventual inversão do ciclo econômico mundial. Projeções de preço de longo prazo de petróleo vêm aumentando de forma acentuada nos últimos 2 anos, com base no fato de que por motivos tanto técnicos quanto políticos, a oferta da OPEP permanecerá apertada num horizonte previsível (Quadro 8). Com a oferta apertada nos próximos anos, o que pode vir a deslocar os preços de forma mais acentuada seria um excesso de demanda, proveniente principalmente de China e Índia, além de países cujas reservas vem se esgotando (a exemplo dos EUA).

Quadro 8: Preço médio do barril de petróleo 2005, 2010, 2025 (US\$ 2004)

	2005	2010	2025
Petrobrás, 2004		23	
Annual Energy Outlook 2005			33
IMF World Economic Outlook 2005	45	34	34
Annual Energy Outlook 2006	56	47	54

Fontes: Petrobrás, Plano Estratégico 2004-10; U.S. Energy Information Administration, Annual Energy Outlook, 2005 e 2006; FMI.

De fato, entre 1990 e 2003, China e Índia contribuíram com 35% (36,6% em 2004) do consumo incremental de petróleo (apesar dos países responderam por apenas 15% da produção mundial do período). Já as elasticidades do consumo de petróleo em relação ao PIB (ϵ_c) da China e Índia vem variando de 0,597 a 1,358 e 1,289 a 0,864 respectivamente, dependendo do período considerado¹².

¹² O controle pelo governo da demanda chinesa, e de modo mais geral a reavaliação do PIB chinês e a natureza errática das importações de petróleo pela China em anos recentes levantam fortes dúvidas quanto ao consumo de petróleo que sustentaria a trajetória de crescimento mais provável da economia, e à razoabilidade das estimativas de elasticidade.

Quadro 9: Elasticidades de consumo de petróleo em relação ao PIB

	1980-2004	1990-2004	1995-2004	2000-2004	2003-2004
China	0,597	0,81	0,929	0,975	1,358
Índia	1,289	1,284	1,097	0,929	0,864

Fonte: International Energy Annual 2003, AEO 2006, Banco Mundial, Elaboração Própria

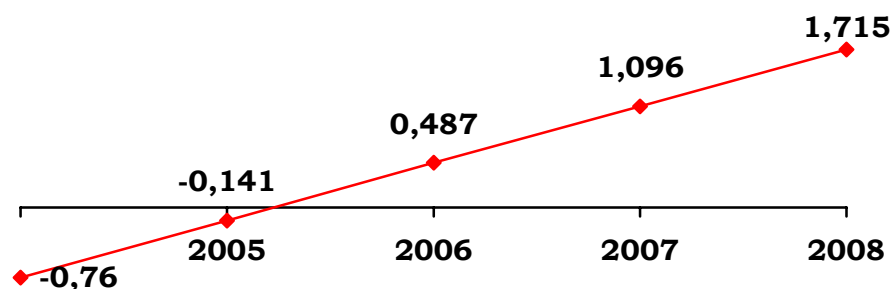
Se tomarmos por referência uma elasticidade “média” de 1,0 para China e 0,8 para Índia (ambas consistentes com as tendências verificadas e excluindo – no caso da China – o valor extremo de 2003-2004, e desconsiderando igualmente o lento crescimento de demanda de petróleo em 2005, influenciado pelos níveis de estoques acumulados em 2004) e um crescimento médio do PIB de 9% a.a. para China e 7% a.a. para Índia em anos vindouros, o aumento do consumo seria de 8,1% a.a. e 5,6% a.a. Estes números sugerem possivelmente um aumento substancial dos preços de energia, com a eventual escalada do excesso de demanda (Quadro 10 e Gráfico 3).

Quadro 10: Produção e Consumo de Petróleo: 2004, 2008
Em milhões de barris/dia

	Produção	Consumo	Edd
2004	83,0	82,2	-0,76
2008	87,9	89,7	1,72
□ China		9,359-7,910 = 1,449	
□ Índia		3,009-1,743 = 0,266	

Fonte: AEO 2006 e cálculos próprios

Nota: As estimativas têm por premissa um crescimento médio de 9% a.a. e 7% a.a. de China e Índia, e uma ϵ_c de 1,0 e 0,8, respectivamente

Gráfico 3: Excesso de Demanda de Petróleo: 2004 - 2008
Em milhões de barris/dia

Neste contexto, e dadas as restrições pelo lado da oferta, haveria uma probabilidade significativa de aumento inicialmente gradual e posteriormente acentuado do preço do barril nos próximos anos, podendo chegar a US\$ 90-100, antes de a economia mundial entrar em recessão¹³. Note-se que um aumento de US\$ 10/barril, leva a uma queda estimada de 0,3% do PIB nos EUA, 0,6% na Ásia e 0,5% no mundo.

¹³ Há fatores de atenuação desse quadro, em particular esforços de economia e substituição do petróleo por outros energéticos (gás, em particular). De fato, a intensidade de uso do petróleo (consumo por unidade de PIB) vem decrescendo no mundo, 1,8% a.a. nos EUA e nas economias emergentes 1% a.a..

Uma desaceleração da economia chinesa detonada por uma eventual *crise de superprodução da economia chinesa* seria o terceiro fator que poderia precipitar uma recessão global nos próximos anos. Como decifrar o enigma chinês de crescimento sustentado e acelerado durante 28 anos consecutivos (1977-2005), a uma média acima de 9% a.a.? O que nos ensina os precedentes históricos?

Pode-se afirmar que o mundo moderno teve apenas três experiências de desenvolvimento e transformação estrutural com impactos globais: a revolução industrial tendo por ponto de partida as mudanças ocorridas na Inglaterra nos séculos XVI e XVII; a unificação do espaço econômico americano *post bellum* e a expansão econômica caracterizada por fortes ciclos nos últimos 130 anos nos EUA; e a revolução econômica na China pós-Deng.

A *Inglaterra* se caracterizou (até certo ponto surpreendentemente) por um lento crescimento no auge da Revolução Industrial, que se concentra, pelo menos inicialmente, em poucos setores (têxtil, metalúrgico, principalmente). A aceleração do PIB foi gradativa e o crescimento da produtividade fatorial total foram relativamente lentos durante o século XVIII e a maior parte do século XIX (Quadro 11). Este quadro certamente contrasta com a experiência americana e mais recentemente, chinesa.

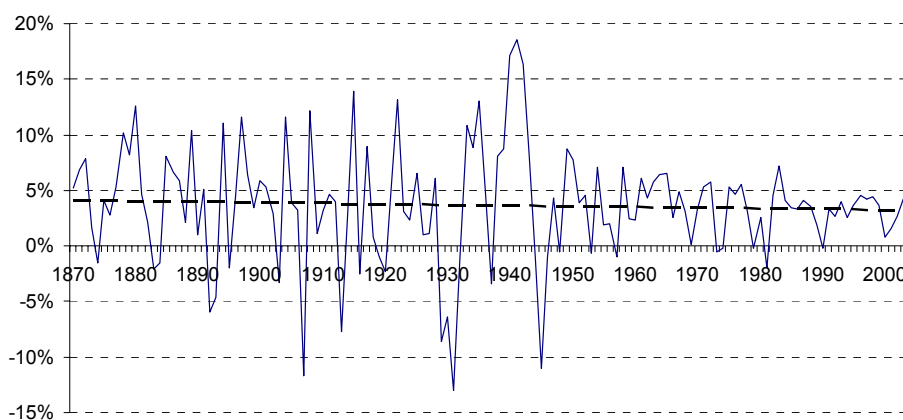
Quadro 11: Crescimento britânico na Revolução Industrial (% a.a.)

	Contribuição do Capital	Contribuição do Trabalho	Crescimento PFT	Cresc. real PIB
1700-60	0,3	0,2	0,2	0,7
1760-1801	0,4	0,5	0,1	1,0
1801-31	0,7	0,8	0,4	1,9
1831-73	0,9	0,8	0,8	2,4

Fonte: Nicholas Crafts, "The First Industrial Revolution: Resolving the Slow Growth / Rapid Industrialization Paradox", London School of Economics, 2005

No caso dos *EUA* os ciclos de "boom and bust" foram a maior característica de seu processo de industrialização (Gráfico 3). Esta grande volatilidade dura até os anos 1950, quando o aprimoramento dos instrumentos keynesianos anticíclicos possibilita a atenuação das oscilações, e mesmo o questionamento do eventual "fim" do ciclos de negócio.

Gráfico 4: EUA – Crescimento do PIB 1870-2004



Fonte: Louis D. Johnston and Samuel H. Williamson, "The Annual Real and Nominal GDP for the United States, 1790 - Present." Economic History Services, October 2005 (<http://www.eh.net/hmit/gdp/>)

Deve-se sublinhar que os EUA experimentaram períodos de crescimento relativamente acelerado mais longos quando comparado com a Inglaterra (Quadro 12). Ainda assim, o ciclo de expansão

(definido por anos com taxas de crescimento acima de 2% a.a.) no período que cobre da reconstrução pós-guerra civil – e início efetivo de industrialização – até o final do século XX, teve duração máxima de 10 anos (1959-1969).

Quadro 12: EUA – Duração dos ciclos de expansão 1876-2000

Período	Nº anos	Tx Cresc. Média
1876- 1883	7	6,5
1886-1890	4	6,2
1897-1903	6	5,9
1922-1926	4	6,2
1934-1937	3	9,0
1939-1944	5	13,7
1950-1953	3	5,4
1959-1969	10	4,4
1976-1979	3	4,4
1983-1989	6	4,3
1992-2000	8	3,7

Fonte: Louis D. Johnston e Samuel H. Williamson, "The Annual Real and Nominal GDP for the United States, 1790 - Present." Economic History Services, out/05 (<http://www.eh.net/hmit/gdp/>)

Uma comparação sintética das 3 experiências – ainda que a chinesa seja relativamente recente - sugere o caráter excepcional desta última. Em síntese, a China experimenta em simultâneo um processo de industrialização com a “fronteira aberta” – na medida que haveria uma oferta extremamente elástica de mão de obra com níveis crescentes de qualificação - , em que tanto seu caráter pesado quanto com base no conhecimento vem se superpondo (Figura 1). Daí o crescimento contínuo, acelerado e sustentado.

Figura 1: Inglaterra, EUA e China: Crescimento Médio do PIB (%) no “Auge da Industrialização”

Inglaterra	1a. Revolução Industrial - 1,0% (1760-1801)	Expansão do Império inglês (fase inicial da 2a. Revolução Industrial) - 2,4% (1831-73)	
EUA	Industrialização c/ fronteira aberta 4,0% (1876-1903)	Industrialização pesada - 3,2% (1904-49)	Ind. base no conhecimento 3,4% (1950-2005)
China	Industrialização c/ “fronteira aberta”, pesada e c/ base no conhecimento (com incorporação da força de trabalho em atividades de maior produtividade) - 9,0% (1978-2005)		

De fato, as mesmas forças que impulsionaram a Inglaterra nos séculos XVIII e XIX, e os EUA nos séculos XIX e XX, parecem estar atuando na China nos últimos quase 30 anos: uma “fronteira” (ainda que não físico-territorial) ainda longe de se fechar, e vetores de industrialização típicos de distintos momentos, porém atuando no mesmo sentido e no mesmo momento. São esses processos

que estruturam a base do fenômeno do crescimento: à acumulação dos fatores de produção vem se alinhando fortes ganhos de produtividade fatorial total.

Por quantos anos ainda se sustentará a economia chinesa nesses patamares de expansão? As premissas de crescimento do governo chinês – que no passado se mostraram conservadoras – são de que em 2006-10, projeta-se uma expansão de 7,5% a 8,5%; em 2010-15, 5,8% a 8,0%, e em 2015-20, 4,8% a 7,7%. Mesmo “conservadores”, estes números – combinados com o histórico dos últimos quase 30 anos – não têm precedente.

Quão realistas são estas projeções? A impulsão do crescimento chinês no longo prazo irá depender de ganhos contínuos de produtividade. A PFT no período 1978-95 é estimada em cerca de 1,7% a.a. (Quadro 13). Sua aceleração para o intervalo de 3-4%, combinado com a contínua incorporação da força de trabalho rural e elevadas taxas de investimento poderiam, em tese, sustentar taxas de crescimento da ordem de 8-9% por um longo período.

Quadro 13: Contribuição ao Crescimento da Europa e Japão no pós-guerra (1950-73) e da China pós-Deng (1978-95), % a.a.

	Capital	Trabalho	PFT	PIB
França	1,6	0,3	3,1	5,0
Itália	1,6	0,2	3,2	5,0
Reino Unido	1,6	0,2	1,2	3,0
Alemanha Oc.	2,2	0,5	3,3	6,0
Japão	3,1	2,5	3,6	9,2
China	3,1	2,7	1,7	7,5

Fonte: Nicholas Crafts, “East Asian Growth Before and After the Crisis”, IMF Staff Papers, Vol. 46 n° 2. Jun/1999

É claro que a sustentação de elevadas taxas não exclui, contudo, crises de superaquecimento. Atualmente o sobre-investimento e queda dos lucros já afeta setores como automotivo e construção civil, mas não se pode afirmar que seja fenômeno generalizado. Se, contudo, as taxas de investimento permanecerem em níveis extremamente elevados – como o vêm fazendo nos últimos anos – a probabilidade de uma crise de sobre-investimento não pode ser afastada, principalmente tendo em vista que a China tem um forte ponto focal em 2008, quando os jogos olímpicos propiciarão um momento único para que mostre um país urbanizado e modernizado.

Uma crise de sobre-investimento levaria à deterioração do sistema bancário, aperto fiscal e queda da taxa de crescimento por alguns anos. Na medida que o crescimento acelerado da economia e do emprego é essencial para a legitimação do regime, principalmente frente aos mais jovens e pobres – tal crise poderia levar à uma maior instabilidade política, dado inclusive crescentes disparidades regionais de renda, desigualdades urbano-rural e intra-urbano. Vale lembrar que o movimento pró-democracia e os eventos de Tiannamen (15/04 a 04/06/89) contribuíram para dois anos de baixo crescimento para os padrões chineses recentes: 1989, com 4,12%, e 1990, com 3,99%.

Quais seriam então os principais parâmetros da economia mundial no auge e fim do atual ciclo de expansão causado seja pelo colapso do dólar, da explosão dos preços da energia ou ainda por um abrupto arrefecimento da economia chinesa?

Nos últimos 30 anos, a economia mundial viveu o que aparenta serem 3 ciclos de expansão e arrefecimento (crescimento abaixo de 3% a.a.). O Quadro 14 abaixo retrata esta periodização tentativa.

Quadro 14: Expansão e Retração da Economia Mundial

	Expansão		Retração	
	Período	Cresc. anual	Período	Cresc. anual
1° Ciclo	1976-79	4,01%	1980-82	1,09%
2° Ciclo	1983-89	3,89%	1990-93	1,70%
3° Ciclo	1994-01	3,23%	2002-03	2,85%

Fonte: World Bank World Development Indicators (2005)

Historicamente, os processos de expansão foram refreados pelo impacto do sobre-aquecimento da economia nos salários e preços. Nos últimos anos, porém, observa-se a queda da correlação entre o núcleo da inflação e o crescimento dos custos unitários (Quadro 15), refletindo:

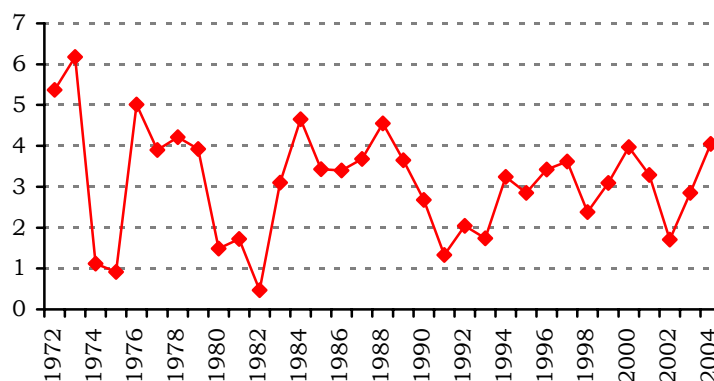
- Maior credibilidade dos bancos centrais
- A redução do poder de barganha dos trabalhadores com a crescente integração dos mercados de produtos e serviços;
- O aumento da competição mundial que vem impedindo empresas de repassarem os aumentos dos custos e manterem margens de lucro

Quadro 15: Correlação dos custos unitários de trabalho e o núcleo da inflação Países selecionados, 1965-79 e 1991-2004

	1965-79	1991-2004
EUA	0,76	0,28
França	0,75	0,11
Itália	0,54	0,18
Alemanha	0,47	0,19
Japão	0,95	0,53

Fonte: BIS (Bank of International Settlements, 2005)

Uma inspeção visual de fato sugere uma redução da volatilidade da economia mundial desde o início da década de 1970 (Gráfico 5).

Gráfico 5: Taxas de crescimento do PIB mundial 1972-2004, em %

Fonte: World Bank World Development Indicators (2005)

Estaríamos testemunhando o fim do ciclo de negócios no plano global? Provavelmente não. Se o perigo associado à inflação no preço de bens e serviços foi atenuado, permanece o potencial de dano à economia global advindo de:

- Movimentos bruscos da taxa de câmbio, fruto dos desequilíbrios macro-econômicos nos EUA e na economia global
- Estouro das “bolhas” de preço dos ativos imobiliários, dentre outros, deprimindo o consumo nos EUA
- Aumento de preços de energia devido ao excesso de demanda de petróleo (e instabilidade geopolítica da oferta)
- Sobre-investimentos na economia chinesa, cujo pico deverá se dar em 2007-08, próximo da realização dos jogos olímpicos.

A probabilidade de ocorrência de qualquer um desses eventos não é baixa, e aumenta com o tempo de duração da fase de expansão do ciclo. Em 2007, a economia mundial estará no 5º ano de expansão, e a acumulação de déficit em conta corrente dos EUA terá levado, ao final daquele ano, a uma relação dívida/PIB superior a 40%. Ao mesmo tempo, o excesso de demanda de petróleo deverá se situar acima de 1,0 milhão de barris/dia (em comparação com uma situação de quase equilíbrio em 2005), e a economia chinesa deverá estar crescendo a um ritmo extremamente acelerado, com foco em infra-estrutura e bens intermediários, na medida que 2008 se aproxima. ***Neste contexto, o biênio 2006-2007 pode representar o auge do ciclo e 2008, sua inversão.***

A seqüência mais provável dos eventos econômicos seria a fuga das posições em dólar e/ou o aumento das pressões inflacionárias (direcionador: custos de energia e seu repasse aos bens não ou pouco transáveis); a elevação da taxa de juros do Fed acima de 550 -600 pontos; a destruição de valor no mercado imobiliário e efeito riqueza negativo.

Este conjunto de eventos levaria, com toda a probabilidade, a uma desvalorização das moedas/títulos dos emergentes, queda dos preços das commodities, quebra de *hedge funds* (comprados nos emergentes e commodities), e contração dos investimentos e retração do consumo. *Em tal contexto, uma recessão global parece ser inevitável.*

No Quadro 16 a seguir, considera-se um cenário de aquecimento em 2006-07 impulsionado por forte retomada da zona do Euro e do Japão, levando a um eventual *hard landing*. Nesta trajetória de *stress*, a economia mundial crescerá entre 1-2% em 2008-09, com o início de uma possível recuperação em 2010. Vale lembrar que a taxa média de crescimento da economia mundial nos períodos de arrefecimento ou retração nos últimos 3 ciclos variou de 1,09% a 2,85%.

Finalmente, não se pode, excluir uma situação de *convergência adversa catastrófica*, pela confluência de vários fatores negativos (endógenos e exógenos) e cuja probabilidade alguns analistas estimam em até 10%. Neste caso, o crescimento da economia mundial, por um período de 1-2 anos poderia se situar abaixo (ou mesmo significativamente abaixo) de 1%.

Parece claro que não seriam triviais as implicações para o país de em simultâneo

- uma redução da liquidez internacional, em função do aumento da taxa de juros (acima do projetado) pelos BCs dos EUA, UE e Japão
- uma redução da demanda principalmente commodities minerais e agrícolas, e uma virada adversa dos termos de intercâmbio

Quadro 16: A economia do mundo e principais regiões/países ao longo do ciclo de expansão e *hard landing*

	2004	2005	2006	2007	2008-09
PIB Mundo	4,1	3,4	4,4	4,2	1,0 - 2,0
EUA	4,2	3,6	3,5	3,3	1,0 - 1,5
Zona do Euro	1,8	1,5	2,6	2,4	1,0 - 1,5
Japão	2,7	2,2	2,7	2,5	1,0 - 1,5
China	10,1	9,8	9,8	9,5	4,0 - 5,0
Índia	6,6	7,1	7,5	7,1	3,5 - 4,5
Rússia	7,2	5,5	6,5	6,5	2,0 - 3,0
Comércio global (volume)	9,0	7,3	9,3	9,2	2,0 - 4,0
Juros final do período (pontos)					
EUA (Federal Funds)*	225	425	475	500	550 - 700
Zona do Euro	200	225	275	300	325 - 400

Fonte: FMI, BIRD, OMC, OECD, CE; Estimativas e projeções próprias.

Nota: * Os T-Notes (10 anos) vêm oscilando nos últimos 2 anos entre 4,0% e 5,1%

Neste contexto, em que uma trajetória “contingente” da economia mundial prevalece, as conseqüências de curto/médio prazo seriam, com toda a probabilidade:

- a elevação do risco país
- o aumento da taxa de juros doméstica (logos e curtos), com a elevação do custo de capital e da dívida
- a redução do fluxo de capitais
- a deterioração da posição em conta corrente com a redução do superávit comercial e das exportações

A **magnitude** destes efeitos e seu impacto sobre o crescimento do país iriam depender, contudo, dos fundamentos da economia e sua capacidade de resistência frente a choques externos. Dentre os indicadores que sugerem o comportamento futuro do país numa eventualidade de tais choques adversos, dois se sobressaem: a posição das contas correntes ao longo e no auge do ciclo; e o tamanho, moeda, indexador e estrutura de financiamento do seu passivo (externo e doméstico). As reformas necessárias para reforçá-los é o objeto da seção final deste trabalho.

IV. Uma Agenda de Política para o Novo Ciclo de Crescimento: o caminho de maior integração do país à economia global

Esta seção estabelece os contornos do que seriam os principais pontos de uma agenda de política econômica externa para o novo ciclo. Esta agenda teria de contemplar em simultâneo o crescimento sustentado da economia brasileira e a contingência de choques adversos da economia mundial.

O ponto de partida é entender as fragilidades externas remanescentes após os ganhos dramáticos dos últimos 3 anos, a saber:

- grau de abertura ainda limitado (25% do PIB), o que aumenta a volatilidade cambial

- taxa de câmbio possivelmente próxima do nível de sobrevalorização além do qual teria potencial destruidor de competitividade sistêmica e rentabilidade do investimento exportador
- distância ainda significativa do grau de investimento para a dívida soberana

Quais as reformas necessárias para reforçar os fundamentos externos?

Primeiro, a **expansão do fluxo de comércio**, com intensificação do esforço exportador – e estímulo aos investimentos associados - e a progressiva desoneração das importações. Como visto na Introdução deste trabalho, desde 1999 as exportações do país, sua participação nas exportações mundiais, bem como a corrente de comércio vêm crescendo a taxas bastante significativas, respectivamente 16,2%, 5,2% e 5,5% a.a., fruto de um câmbio competitivo – até recentemente -, de uma mudança perceptível na lógica da indústria, da força do agronegócio e de um ativismo governamental orientado para reduzir os obstáculos à exportação, num contexto de retomada da economia mundial e ganhos sem precedentes nos últimos 30 anos dos termos de intercâmbio.

Os resultados obtidos foram, sem dúvida, de enorme importância para a redução da vulnerabilidade externa do país. Porém o país ainda está distante de tê-la eliminado. Talvez o risco maior seja uma certa complacência tendo em vista não apenas os resultados recentes positivos e os projetados para 2006, como o fato dos prognósticos construídos com base numa visão mais crítica e dando ênfase às deficiências e riscos, não terem se realizados.

Na realidade, as mudanças no padrão de exportação e investimento não são perceptíveis no curto prazo, mas dependem de decisões cujo efeito é de natureza cumulativa. Se o caminho que a economia trilhou nos últimos anos foi essencial para melhorar seus fundamentos, há um risco material de que estes sejam de novo fragilizados caso a lógica exportadora das empresas cuja vocação não está definida *ex-ante* – pela sua inserção setorial ou natureza do produto ou mercado - venha a ser subvertida. Numa economia ainda relativamente fechada e com pouca tradição exportadora – sendo que só recentemente começou a mudar – a memória das empresas e a experiência dos gestores ainda está fortemente pautada pelos riscos e oportunidades do mercado doméstico.

O período que se inicia em 1999 atraiu muitas empresas para o mercado externo, e de forma mais vigorosa após 2003, com o aumento dos volumes e preços das exportações. Introjetar este mercado na lógica decisória das empresas foi talvez a mudança essencial para o país aprofundar sua inserção produtiva na economia mundial, expandir as importações e a corrente de comércio, e se refletiu num compromisso crescente da indústria com o mercado externo (Quadro 17).

Quadro 17: Brasil - Dinâmica de Inserção Externa da Indústria de Transformação 1999-04, em % e US\$ M

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
X/PIB ind. (a)	14,3	15,4	16,5	17,8	21,0	23,0
M/PIB ind. (b)	6,5	7,2	7,4	6,8	7,0	7,9
(X-M) ind. (c)	-4.882	-2.407	-3.165	4.855	12.535	18.221

Fontes: Funcex, Secex e BNDES. (a) coeficiente de exportação (exportação/produção); (b) coeficiente de insumos importados; (c) saldo comercial da indústria de transformação

O desempenho até certo ponto surpreendente das exportações não apenas mascara ou esconde as barreiras que dificultam sua expansão nos próximos anos, como facilita o esquecimento do fato que da mesma forma que a economia mundial impulsionou as exportações, uma inversão do ciclo como descrito na seção anterior possivelmente levaria à sua contração tanto pelo efeito preço como

quantum¹⁴. Nesta perspectiva, avançar numa agenda de reformas é tarefa central tanto para garantir a sustentabilidade do crescimento no novo ciclo, como impedir forte retrocesso na eventualidade de uma retração da economia mundial.

O desenho desta agenda teria por ponto de partida a seguinte proposição: exportações em rápido crescimento, saldos comerciais significativos e superávit em conta corrente, reforçados por sólidos resultados fiscais, seriam a tríade que com toda a probabilidade garante a suspensão de uma das restrições que historicamente arrestaram o crescimento do país.

Em 2006, uma combinação de forte apreciação cambial e ausência de ações decisivas de redução de custos ex-fábrica, principalmente aqueles relativos à logística exportadora e de comércio exterior, vem levando empresas à desistirem, ou mais freqüentemente reduzem sua exposição ao mercado externo. Observa-se – ainda que de forma tentativa - a transferência de plataformas produtivas para fora do país. Este movimento, mais evidente em alguns setores intensivos em insumos domésticos e com possibilidades limitadas de aumento de preços - a exemplo de calçados e móveis, e também têxteis, automotivo e bens de capital - deverá se aprofundar (à medida da valorização do Real), e introduzir um elemento de irreversibilidade extremamente adverso na economia do país: chamuscadas pela volatilidade cambial e um ambiente de negócios pouco propício ao investimento e às exportações, as empresas poderão se tornar suficientemente aversas ao risco do mercado externo de modo a impedir o país de mais uma vez mudar de patamar exportador, aprofundar a abertura e impulsionar o crescimento, se beneficiando da escala e dinamismo do mercado mundial.

Dentre outros, dois são os vetores de mudança que necessitam ser perseguidos no contexto de uma agenda de reformas do comércio exterior para o novo ciclo: por um lado, melhoria na logística de comércio exterior e redução substantiva dos custos referentes ao armazenamento e movimento de cargas. O Fórum Nacional de 2005 e anteriores – dentre outras instâncias – já trataram das deficiências de infra-estrutura bem como do arcabouço legal e regulatório que aumentam o custo exportador e impedem uma expansão ainda mais rápida comércio exterior do país. Não há necessidade de voltar neste contexto a esta discussão, exceto sublinhar que parte considerável das mudanças necessárias dizem menos respeito a investimentos públicos em infra-estrutura física – ainda que estes sejam sem dúvida necessários, principalmente no âmbito rodoviário – mas a decisões de caráter político-administrativo e regulatório no sentido, por exemplo, de despolitizar as Companhias Docas e agências executivas como o DNIT, reestruturar profundamente o Ministério dos Transportes dotando-o de capacidade de formulação e planejamento estratégico, e dar estabilidade às instituições que definem o marco regulatório e transparência às regras, criando um ambiente atraente ao investimento privado, reforçando em alguns casos e em outros reformando legislação existente.

O segundo vetor de mudança diz respeito à *política cambial*. Esta, em tese, é passiva, no sentido de que o Banco Central teria não mais do que um objetivo – a convergência da inflação esperada para o interior da meta – e não mais do que um instrumento – a taxa nominal de juros de curto prazo (e sua conseqüente influência sobre as taxas reais de médio e longo prazo). Na realidade, o BC atua sobre a inflação com *dois* instrumentos – a taxa de juros e de câmbio – sendo a eficácia desta aceita como dominante pelo menos no curto prazo, e essencial no atendimento das metas nos próprios modelos de projeção do BC. Ao mesmo tempo, o BC tem compromisso – repartido com o Tesouro – de garantir o fluxo de pagamentos da dívida pública externa, e as divisas necessárias para tanto, assim como um perfil de risco menor na dívida doméstica. Neste sentido, o interesse do BC sobre o mercado cambial vai bem mais além do que modular a taxa de câmbio de forma que opere

¹⁴ Em artigo recente, o ex-Ministro A. Delfim Netto sugeriu, com base numa estimativa de uma função de exportações, que o aumento das exportações e dos preços mundiais explicaram respectivamente 32% e 25% do incremento de cerca de US\$ 60,1 B das vendas externas brasileiras no período 2001-05. Ver Valor, 28/03/06, p. A2.

positivamente sobre a inflação, mantendo-a confinada a intervalos pré-ordenados, mas inclui operar no mercado de modo a assegurar tanto o fluxo de pagamentos soberanos quanto um estoque de reservas que amortecia eventuais choques exógenos oriundos do mercado internacional.

Na perspectiva aqui adotada, o país – no atual estágio de desenvolvimento e nos próximos anos, até que este novo ciclo de expansão se esgote – requer *uma política cambial ativa*. Sugere-se que esta deve ser levada adiante mesmo considerando as dificuldades de implementá-la num contexto de excesso de liquidez internacional, superávit comercial ainda extremamente significativo, crescimento econômico moderado, fragilidade fiscal e taxas de juros reais elevadas, e um compromisso (implícito) de livre flutuação.

A premissa desta política é que a atual taxa de câmbio – percebida como sobrevalorizada em não menos do que 20-30% - terá efeitos *permanentes* bastante danosos sobre a estrutura produtiva do país e as possibilidades de crescimento sustentado. Aproximá-la para um câmbio de equilíbrio deverá ser um processo gradual, e sustentado por um maior esforço fiscal que possibilitaria um aumento mais rápido das reservas cambiais; uma redução mais acentuada na taxa de juros; e a instituição das bases de uma reforma que caminhará – a médio prazo - para a conversibilidade do real.

A sobrevalorização do Real é uma premissa apenas no sentido que ela não é óbvia quando se toma por base o desempenho recente das contas correntes. Trabalho recente aponta de fato que o Real se encontra relativamente distante da taxa de equilíbrio histórico¹⁵. Ainda assim, poder-se-ia argumentar que mudanças no volume e composição dos ativos produtivos do país e/ou no padrão de demanda global levaram a um novo patamar de equilíbrio da moeda. O que se tem de mais concreto são indicações – inicialmente não sistemáticas e ainda localizadas setorialmente – de que o atual nível de taxa de câmbio vem se constituindo numa barreira ao investimento e às exportações. Porém a história econômica recente do país parece demonstrar que os custos da sobrevalorização são por demais significativos – dada a irreversibilidade das decisões de investimento, e o impacto do viés antiexportador sobre o comportamento empresarial – para uma atitude passiva¹⁶.

O BC, ainda que não tenha um alvo explícito para o câmbio, na realidade tem uma política cambial ativa, com a compra de dólares (à vista) no mercado, assim como a oferta de swaps cambiais reversos (o que equivale à compra de dólares no mercado futuro). O custo fiscal desta estratégia é alto, mas a alternativa – apreciação do Real ainda mais radical e sua contínua volatilidade – é ainda pior, pois realizaria o espectro da “doença holandesa.” Assim, de fato, não restaria ao país outra opção que acumular reservas e impedir nos próximos anos uma apreciação do Real destruidora do tecido industrial – pelo menos enquanto as condições de excesso de liquidez no mercado internacional perdurarem.

O que se deve examinar são as medidas para minimizar os custos de uma política cambial compensatória. Talvez a mais importante seja ampliar e reforçar o ajuste das contas públicas, o que abriria espaço para uma aceleração da taxa básica (Selic), ao mesmo tempo em que reduziria o custo de manutenção de reservas (em tese) desnecessariamente elevadas.

A melhor *coordenação das políticas fiscal, monetária e cambial* é possivelmente a âncora de uma agenda de reformas econômicas na área externa. E a chave para um caminho virtuoso de crescimento econômico – com o câmbio mais próximo de seu nível de equilíbrio de longo prazo, taxas de juros menores e uma repressão tributária mais comedida, principalmente sobre o setor

¹⁵ Ver Mario Mesquita e Zeina Latif, “Brazil: looking at the BRL – a PPP approach,” em ABN-AMRO, *Latam View*, 3 de Março 2006.

¹⁶ Um eventual retorno à média histórica levaria não menos do que cinco anos e talvez uma década, e não pode ser considerada uma sugestão de ordem prática. Ver *ibid.*

produtivo – é um ajuste permanente nas contas públicas. Sinalizar este ajuste e avançar com medidas concretas – a exemplo de estabelecer um alvo temporal para a zeragem do déficit nominal do setor público – facultaria em simultâneo um desaperto monetário e uma gestão cambial fortalecida.

Finalmente, é importante sublinhar que a fragilidade do dólar poderá desencadear movimentos bruscos nas moedas nos próximos anos, e conseqüentemente ataques especulativos que teriam – dentre outras moedas com forte capacidade de valorização – o Real como alvo. Conter a volatilidade seria obrigação do BC. O fortalecimento da posição fiscal do governo é condição essencial para a eficácia e sustentação da ação do BC.

Em contraposição às dificuldades da política cambial de conter a sobrevalorização do Real, a fragilização do setor produtivo exportador e frear o crescimento, as políticas de gestão da dívida (externa e doméstica) do país têm sido bastante bem sucedidas – inclusive pelo fato de que algumas das forças que impulsionam o Real são as mesmas que vêm facilitando a redução da dívida e melhora do seu perfil. Pode-se afirmar que em pouco mais de 3 anos houve ganhos significativos na posição de endividamento do país, com desalavancagem da dívida externa – como visto no Quadro 1 na Introdução. Como conseqüência, é extremamente baixo o risco de *default* da dívida soberana, mesmo num quadro de redução acentuada da liquidez e alta das taxas de juros internacionais. Ao mesmo tempo, houve uma melhora significativa no perfil da dívida doméstica, pela redução de exposição da dívida aos riscos associados à um choque de juros e câmbio. Em particular, a dívida interna referenciada em câmbio evoluiu de 22,8% em 1999 e 37,0% em 2002 para 2,7% em 2005 (Quadro 18).

**Quadro 18: Evolução do Perfil da Dívida Doméstica
1999, 2002 e 2005 (final de período)
em %**

	Prefixada	Indexada à Selic	Corrigida por índice de preços	Indexada à cambio	Outros
1999	9,0	57,0	5,6	22,8	5,6
2002	2,2	46,2	12,5	37,0	2,1
2005	27,9	51,8	15,5	2,7	2,2

Fonte: STN

Em paralelo, o governo tornou a dívida doméstica mais atraente para o investidor estrangeiro com a decisão de recompra dos Bradies¹⁷ e títulos com vencimento até 2010 em 2006 (num total de cerca de US\$ 20 B), e isenção do imposto de renda sobre os ganhos de aplicação nos títulos da dívida interna, com a intenção de levar ao alongamento dos prazos e redução de seu custo. Com efeito, a resposta à MP 281/fevereiro de 2006 pelos investidores tem sido vigorosa e até certo ponto surpreendente na intensidade, e no todo bastante benéfica, inclusive pela queda sensível da taxa de juros e conseqüente redução do custo fiscal de carregamento da dívida¹⁸.

Há poucos reparos a fazer na política de gestão da dívida. Poder-se-ia talvez argumentar que não haveria porque discriminar o investidor doméstico quanto aos incentivos da MP 281, pois a

¹⁷ Em 18/04/06 o governo resgatou antecipadamente US\$ 6,458 B em bonus bradies.

¹⁸ De acordo com o Tesouro, a participação estrangeira passou a cerca de 20% no total de compras de novos títulos em fevereiro e março de 2006 (vs. menos do que 5% do volume anteriormente à MP 281), uma forte preferência por títulos longos (57% acima de 10 anos e 33% dos títulos com prazo de vencimento entre 3 e 10 anos) e queda substancial dos juros (no caso das NTN-B - títulos indexados ao IPCA - que vencem em 2015, as taxas caíram de 10% para 7,5%, e nos títulos que vencem em 2045, de 8,95% para 7,5%, aproximadamente, e entre Janeiro e Março de 2006). Ver Valor, 28/03/06 e 25/04/06, pp. C2 e Globo, 25/04/06, p. 22.

ausência da cunha tributária magnificaria os efeitos positivos não apenas sobre os juros da dívida, mas de modo mais geral, sobre o custo de capital das empresas brasileiras. Os mercados de bônus funcionam como vasos comunicantes, e a redução dos juros domésticos ou externos na dívida soberana afeta positivamente o custo de emissão de dívida das empresas, na medida que criam um “benchmark” mais favorável espelhado na curva de juros mais baixos (particularmente em reais, a moeda de emissão da maior parte das empresas). De qualquer forma, os menores níveis de endividamento e a maior atratividade para investidores estrangeiros dos papéis da dívida, seja doméstica, seja ainda externa emitida em Reais¹⁹, sugere que o país está no limiar de um relacionamento mais maduro com o mercado financeiro internacional, integrando-se em bases mais cautelosas e seguras, evitando o descasamento histórico de moedas, e protegendo-se conseqüentemente de uma eventual mudança no cenário de liquidez.

Um passo fundamental para reduzir os custos da dívida do país e de investimento das empresas do país é o país atingir o grau de investimento (“não especulativo”) pelas agências de classificação de risco de crédito²⁰. Objetivamente, os país ainda está um pouco distante deste *desideratum*, sendo que só recentemente houve melhoras mais significativas, após a *débâcle* de 1999 e 2002 (Quadro 19). Ainda assim, o país se encontra 2 a 3 degraus da nota que lhe confere aquele grau.

**Quadro 19: Brasil – Classificação de Risco pelas Principais Agências
Rating Soberano, 1998-2006**

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Moody's	B1	B2	B1	B1	B2	B2	B1	Ba3	Ba3
S&P	BB-	BB-	B+	BB-	B+	B+	BB-	BB-	BB (a)
Fitch	B+	B+	BB-	BB-	B	B+	BB-	BB-	BB-

Fonte: STN. (a) A S&P elevou ao início de Março de 2006 a nota de longo prazo da dívida externa brasileira para BB com perspectiva estável (e da dívida doméstica para BB+), dois níveis abaixo do grau inicial de investimento (BBB-)

Dada a importância das agências de *rating* para estabelecer os limites de atuação dos investidores estrangeiros mais conservadores (fundos de pensão, empresas de seguro), o país deve continuar a perseguir ganhos sistemáticos nas avaliações, seja por meio de maior transparência (e ações de convencimento) – o que já vem ocorrendo – seja pela melhora dos indicadores objetivos de desempenho econômico. Dada as condições de liquidez amplamente favoráveis no mercado internacional, a significativa desalavancagem de governo e empresas, o aumento das reservas líquidas, o superávit em conta corrente, o que falta então para o país alcançar o “grau de investimento” na sua dívida soberana?

A resposta curta seria: fundamentos fiscais mais sólidos, com base nos quais seria possível acelerar o crescimento da economia para 4-5% a.a. Este ritmo de crescimento impulsionaria positivamente os indicadores de solvência doméstica e externa, possibilitando que ao final de 2007, ou mais provavelmente em 2008, o país obtenha o grau de investimento para dívida soberana. Seria então possível uma nova rodada de redução do custo de capital e o início de uma trajetória virtuosa, com a expansão progressiva da fronteira de crescimento.

¹⁹ De acordo com o ministério da Fazenda, o governo planeja (acertadamente) lançar novos títulos denominados em Reais no exterior, após a primeira emissão em Setembro de 2005 de um bônus com vencimento em Janeiro de 2016, construindo uma curva de juros de longo prazo em moeda nacional (Valor, 19/04/06.p. C2), afastando o que era até recentemente inelutável para países como o Brasil: o chamado “pecado original”, conceito que exprimia a impossibilidade dos países de economias em desenvolvimento e emergentes lançarem dívida externa em sua própria moeda.

²⁰ Apenas a título de ilustração do impacto potencial do grau de investimento para uma empresa à qual foi conferida esta nota para sua dívida privada, no caso da Aracruz – de acordo com depoimento de seu diretor financeiro – o custo de capital caiu 100 pontos e ações se valorizaram em 10%. Ver Valor, 03/04/06, p. C1.

V. Conclusão

Ao longo dos últimos anos, o país vem avançando gradativamente na construção de uma economia mais sólida, pautada no regime de câmbio flutuante e metas de inflação, após um ciclo de expansão que se iniciou em 1993 e culminou com uma crise fiscal e externa em 1998/99. O período de ajuste 1999-2005 foi bem sucedido, particularmente no setor externo, com a expansão das exportações e fluxo de comércio, a inversão das contas correntes, e forte desalavancagem pública e privada.

O ano de 2006 se inicia sob a égide de um novo (potencial) ciclo de expansão. Entretanto, ainda há fragilidades significativas, tanto no plano fiscal quanto externo, que podem se revelar com maior força caso a desaceleração da economia mundial ocorra de forma relativamente abrupta. A probabilidade de ocorrência deste evento não é desprezível, como argumentado na seção III, e poderia interromper uma trajetória potencialmente virtuosa do país num novo ciclo de expansão.

Este trabalho enfatizou a relevância de uma política fiscal austera, no contexto de uma agenda voltada para a maior abertura da economia e o gerenciamento da política cambial, assim como a continuidade do processo de desalavancagem e gestão cautelosa da dívida externa (e doméstica), como instrumentos na sustentação do processo de crescimento em curso. As simulações na seção II indicam a importância tanto do rigor fiscal quanto da gestão cambial – no sentido de aproximar o Real gradativamente ao seu nível de equilíbrio de longo prazo – para dar consistência ao crescimento nos próximos anos e densidade ao tecido produtivo do país. Este é o caso num cenário de *soft landing* da economia mundial, e com mais razão se ocorrer uma forte reversão.

Sob qualquer das trajetórias da economia mundial é necessário executar uma agenda proativa para o setor externo. Como apontado na seção IV, esta envolve políticas que assegurem contínua expansão das exportações, abertura maior da economia e aumento do fluxo de comércio, assim como melhoria da estrutura de endividamento do país, com fortes implicações (positivas) não apenas para o custo de carregamento da dívida como para o custo de capital das empresas.

Implementar a agenda de política econômica do setor externo para o novo ciclo não é apenas um ato de vontade, mas deve ser necessariamente um processo calcado no fortalecimento dos fundamentos econômicos – fiscal e cambial – do país. Esta é a mensagem central deste trabalho.