



Falta um ponto de equilíbrio: o ansioso presidente Lula pinta um céu quase de brigadeiro, que destoa do cenário em que permanecem questões essenciais para o futuro do país

Atualmente, o perigo é que, tendo feito enorme progresso na luta contra a inflação, os países (...) possam considerar tal progresso consolidado e perseguir, com desprendimento, políticas monetária e fiscal expansionistas. Se isso acontecer, os sacrifícios suportados nos últimos três ou quatro anos terão sido em vão.

"J. de Larosière, então diretor-gerente do FMI, em palestra no Instituto Internacional de Finanças Públicas, agosto de 1984.

O presidente Luiz Inácio Lula da Silva mais uma vez anunciou a data para a virada da economia brasileira. Embora o espetáculo do crescimento não tenha começado em julho, como prometeu, agora o presidente insiste que "acabou o tempo das vacas magras". Alega que "(...) o sacrifício que tinha que ser feito já foi feito e todos nós, no governo, estamos otimistas que, neste último trimestre do ano e para o começo de 2004, a economia brasileira vai voltar a crescer". A retomada do crescimento é uma "obsessão",

além de um "desejo" e um "sonho". Lula afirmou que a inflação em 2004 ficará entre 7% e 5%, que as exportações vão bater recorde atrás de recorde e que "o planeta Terra está ficando pequeno para as nossas metas". Finalmente, disse que os juros vão continuar caindo, "sem rompantes". Entretanto, poucos dias depois da eufórica previsão presidencial, no último dia 8, o ministro Antônio Palocci descreveu o cenário econômico como ainda nebuloso, o que justificaria preservar uma política pautada pela necessidade de manter o rigoroso ajuste econômico em 2004. O ministro afirmou que "não viveremos em um paraíso orçamentário" e foi categórico ao concluir: "Estamos no caminho certo e não vamos desvirtuar agora."

Para o presidente, o governo está fazendo tudo ao seu alcance para reativar o PIB, enquanto o pragmático ministro da Fazenda parece alertar que é preciso ir com calma (apesar da aparência, o santo é de barro). É nesse clima otimista por dever de ofício e de olho no calendário político (nas eleições

municipais de 2004) que o governo, tentando disfarçar a ambigüidade, avalia se deve ou não renovar o acordo com o Fundo Monetário Internacional. Antes de questionar os limites do possível no que diz respeito à reativação cíclica ou sustentável da economia, ou opinar sobre a renovação do acordo com o Fundo, convém recordar como o endividamento excessivo levou a economia brasileira ao impasse em que se encontra. Pois, na prática, a dúvida quanto ao tamanho e à dinâmica da dívida pública ainda impede a retomada do desenvolvimento econômico sustentado, a despeito das reiteradas promessas de um cada vez mais ansioso presidente Lula. Promessas essas que, como vimos, foram parcialmente desidratadas pelo mais cauteloso e pragmático ministro Palocci.

Antes de mais nada, convém dizer que, apesar do risco financeiro, a dívida externa, desde que bem manejada, sempre foi e continua sendo um instrumento potencialmente útil para alavancar o desenvolvi-

to econômico, em vista da escassez de capital nos países menos desenvolvidos, vis-à-vis sua abundância nos países desenvolvidos. Entretanto, a composição do fluxo de capital dos países desenvolvidos para os menos desenvolvidos modificou-se nos últimos anos. De modo geral, aumentou o capital financeiro — especulativo — em detrimento do investimento direto. A novidade encurtou o prazo das operações e aumentou a dependência financeira dos países devedores, assim como suas obrigações com o serviço da dívida. Diante das novas circunstâncias, aumentou também a vulnerabilidade do sistema aos choques exógenos — que têm sido freqüentes e com dolorosas implicações, principalmente para os países endividados. Inclusive, o Brasil.

A dívida pública como proporção do PIB cresceu em grande parte do mundo. Nos países desenvolvidos, em geral, essa dívida é doméstica, enquanto em países menos desenvolvidos a maior parcela da dívida é externa. No Brasil, entretanto, os agentes domésticos

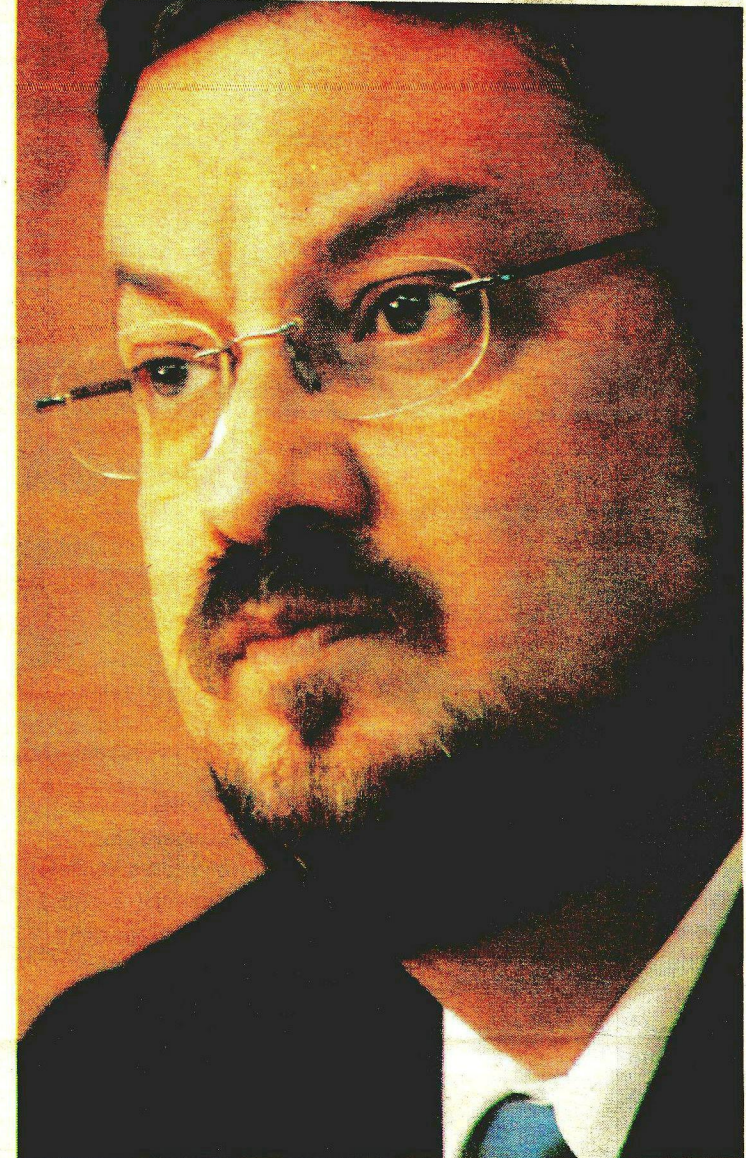
detêm atualmente cerca de 95% da dívida interna, que, por sua vez, equivale a 70% da dívida total do país, interna mais externa.

O FMI atribui o extraordinário crescimento da dívida pública a uma política fiscal inadequada (o que nem sempre é verdade). Argumenta que as pressões políticas que estimulam o aumento de gastos não patrocinam, simultaneamente, o aumento de impostos para financiá-los. O desequilíbrio entre receita e despesa é, portanto, financiado com alguma combinação de expansão monetária (inflação) e empréstimos, internos ou externos. Quando o quadro geral é recessivo, o próprio FMI reconhece que, durante algum tempo, uma política fiscal expansionista ou keynesiana (superávits contra-cíclicos) pode melhorar o desempenho da economia. Entretanto, em um prazo mais longo, os déficits fiscais se acumulam e acabam prejudicando a economia, ao acarretar o excessivo aumento da dívida pública, ao afetar negativamente as expectativas inflacionárias e, em consequência, ao reduzir os investimentos — sobretudo, os mais

saudáveis, de médio e longo prazos.

Falando especificamente, a percepção do FMI é de que, mais cedo ou mais tarde, a em princípio sensata política de acomodação da dívida resulta na aceleração da inflação. Em uma primeira etapa, como a inflação é inesperada — quando a ilusão monetária ainda é generalizada — uma queda temporária na taxa de juros real resulta em diminuição, também temporária, na emblemática razão dívida/PIB. Isso dá ao governo a sensação de que é possível continuar expandindo a dívida sem grandes problemas. Entretanto, a experiência demonstra que os agentes econômicos acabam se adaptando ao contexto inflacionário. Assim sendo, a continuação de tais políticas deteriora as expectativas e, em última instância, força a autoridade monetária a determinar a defensiva elevação da taxa de juros básica nominal. A provável e conseqüente elevação de toda a estrutura de taxas de juros, nominal e real, por sua vez, distorce a alocação de recursos e prejudica tanto o investimento,

O pragmático Palocci: uma visão de cenário ainda nebuloso, que justificaria estender a 2004 os rigores do ajuste econômico, porque "estamos no caminho certo"



CAPA

VALOR ECONÔMICO

31 OUT 2003

Economia - Brasil

A recuperação cíclica da economia é praticamente certa. E o desenvolvimento duradouro? Por **Marcelo Lara Resende**

# Belos sonhos, dura realidade



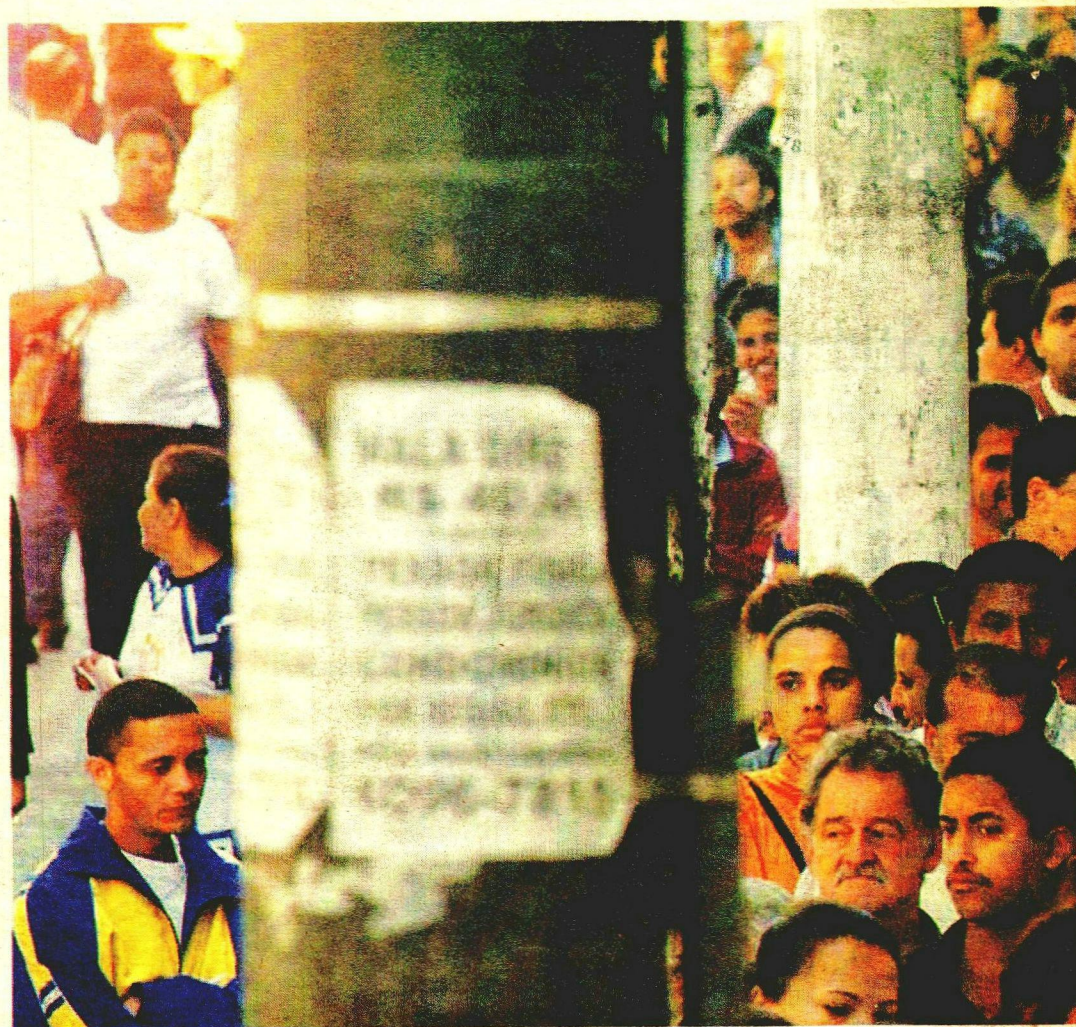
como o crescimento econômico, o que aumenta o sempre lamentável desperdício de recursos escassos, ao desempregar homens, máquinas e recursos naturais.

O endividamento público excessivo tem consequências domésticas e internacionais. No primeiro caso, entre outras coisas, uma parcela crescente da poupança nacional passa a financiar os déficits fiscais em detrimento dos supostamente mais saudáveis empreendimentos no setor privado, fenômeno que os economistas apelidaram de "crowding-out" (situação em que o volume de financiamento tomado pelo governo força a elevação dos juros e isso empurra o setor privado para fora dos mercados de crédito). Note-se, entretanto, que o setor privado também se beneficia das elevadas taxas de juros, ao financiar o setor público. No caso do Brasil, por exemplo, há bastante tempo o setor público é o maior devedor e, portanto, é também o maior pagador de juros da economia.

No segundo caso, o endividamento externo aumenta o risco de retração abrupta do mercado financeiro internacional, cada vez mais preocupado em reduzir ativos financeiros em países endividados, nos quais, conseqüentemente, o risco é relativamente mais elevado. Dito de outra forma: quando descontrolado, em vez de alavancar o desenvolvimento (o que é bom), o endividamento público aumenta a vulnerabilidade, especialmente a vulnerabilidade externa do país (o que é ruim). Em um mundo cada vez mais globalizado, o país passa a ser refém do imprevisível humor do arisco mercado financeiro internacional. Eis o cerne do problema ainda hoje enfrentado pelo Brasil — a vulnerabilidade diante de mudanças nas condições em vigor no mercado internacional — a despeito do esperançoso otimismo oficial. Otimismo esse que, vale a pena insistir, é alavancado pela ciclotimia de um mercado financeiro cada vez mais interessado apenas no curto prazo. Note-se que a mioopia parece ser uma deficiência que ataca não só os políticos, cuja preocupação vai apenas até a próxima eleição, mas também os agentes que atuam no moderno e cada vez mais ágil mercado financeiro.

Na presença de elevados déficits fiscais de origem estrutural (não resultam exclusivamente de movimentos cíclicos da economia), elevadas taxas de juros reais e baixas taxas de crescimento econômico, o problema passa a ser crônico. Déficits fiscais recorrentes naturalmente acumulam e deterioram a importante relação dívida/PIB, cuja dinâmica, em última instância, depende das taxas de juros, de câmbio e de crescimento econômico, todas elas medidas em

**Reflexos de uma economia em retrocesso: superávit comercial recorde e desemprego que multidões sofrem sem compreender**



termos reais. Aliás, é trivial demonstrar que a combinação de uma dívida pública crescente com elevadas taxas de juros reais é explosiva. A imprudente estratégia inexoravelmente transforma o pagamento de juros no componente da despesa pública que mais cresce, como confirma a própria experiência brasileira. Além de insustentável, isso sistematicamente transfere, no atacado, recursos da parcela mais pobre para a parcela mais rica da população. Convém enfatizar, entretanto, que essa previsível deterioração da já iníqua distribuição da renda e riqueza nacionais não pode ser revertida com ações pontuais no varejo, muitas vezes apenas mercadológicas ou demagógicas. Em outras palavras, o discurso pode até ser progressista, mas, enquanto o país não voltar a funcionar dentro da normalidade, a prática continuará sendo regressiva.

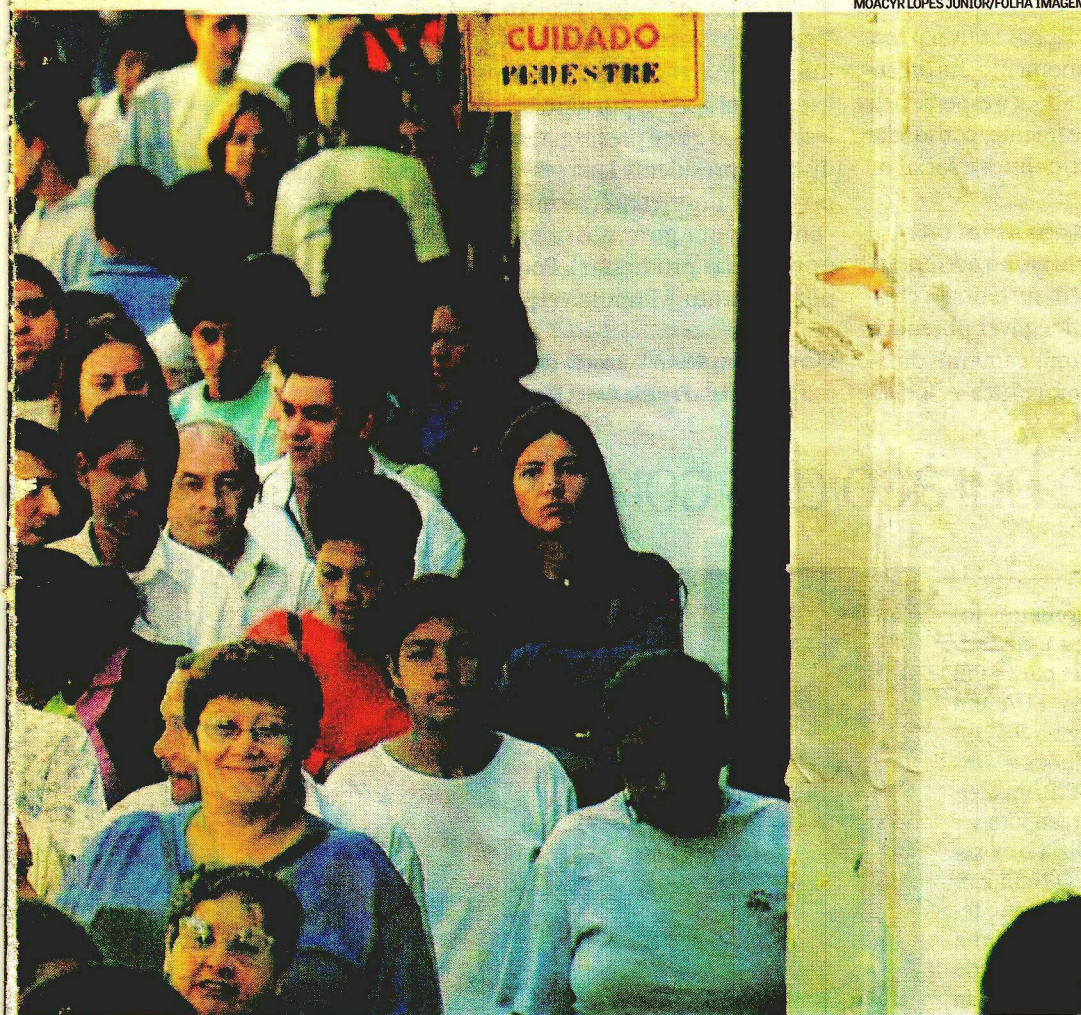
A solução sugerida pelo FMI para restabelecer o desejável equilíbrio das contas públicas e a mencionada normalidade no funcionamento da economia é simples, e dolorosa. Para conter a explosão da dívida pública e reduzir o déficit fiscal, é necessário aumentar impostos ou reduzir despesas não-financeiras, para compensar o aumento dos desembolsos com o serviço da dívida

— juros e encargos. Embora reconhecendo a dificuldade política em implementar as recessivas medidas saneadoras (gerar superávit primário), o Fundo alerta que adiar o ajuste significa agravar o problema. A saída tradicional, via monetização do déficit e da dívida (mais inflação), também não funciona, especialmente quando a economia em questão tem tradição em utilizar mecanismos de indexação — ou seja, quando a ilusão monetária já não é tão disseminada. Como demonstra a experiência brasileira, tentar preservar a renda real de todos os agentes econômicos em um país que ficou mais pobre é uma missão impossível.

Tais demandas são incompatíveis, principalmente quando o objetivo é ajustar a economia, reequilibrar as suas contas. Portanto, cabe ao governo a difícil tarefa de decidir a política de rendas mais adequada e, ao fazê-lo, escolher os inevitáveis perdedores. Para os que assistiram ao filme, trata-se de uma espécie de "escolha de Sophia". Caso contrário, só a inflação torna as demandas compatíveis, com o custo do ajuste fatalmente recaindo sobre os mais fracos, aqueles que não têm como se proteger da implacável corrosão inflacionária. Aceitar passivamente tal situação é desafiar o bom senso



MOACYR LOPES JUNIOR/FOLHA IMAGEM



e dar chance ao azar, uma vez que para tudo há um ponto de ruptura. Para os incrédulos, basta observar o que acontece na Bolívia. Isso, sem mencionar o restante da depauperada e, também em consequência disso, cada vez mais conturbada América Latina: Argentina, Colômbia, Equador, Peru, Venezuela etc.

E o Brasil, como se encaixa em tudo que foi dito até agora? Quais são os pontos favoráveis e desfavoráveis que, na prática, estabelecem os limites do possível, ao contrastar a dura realidade, onde os recursos são escassos (como alerta Palocci), com o prazer do sonho, onde tudo é factível (como acredita e promete Lula)? Felizmente, há muito a louvar na recente trajetória do Brasil. Politicamente, a democracia amadureceu. Economicamente, o sistema de livre iniciativa está mantido — pelo menos por enquanto. Socialmente, há mais interesse em aliviar a pobreza e melhorar a distribuição de renda. De modo geral, as instituições estão funcionando. O Congresso Nacional está fazendo as reformas possíveis, mesmo que ainda estejam longe do que seria ideal. O Banco Central é operacionalmente independente, embora de fato e não de direito. A movimentação internacional de capitais é livre,

apesar de ainda ser cuidadosamente monitorada. Em termos macroeconômicos, o Brasil conta com regimes monetário (metas), cambial (flutuante) e fiscal (responsabilidade) adequados.

Diante de tanta notícia boa, é oportuno perguntar: será possível concluir que o país, de fato, está pronto para crescer de forma sustentada, como insiste em dizer o bem-intencionado presidente? Ou seja, o Brasil está equipado para crescer sem o vai-e-vem que caracterizou o medíocre desenvolvimento nas duas últimas décadas — cerca de 2% ao ano, em média — e que, agora, o ministro da Fazenda parece querer evitar a qualquer custo? Por último, estará o Brasil em condições de, soberbamente, dispensar tanto os recursos mais baratos, como o reconfortante aval do FMI junto aos seus credores, atuais e futuros? As respostas para tais questões precisam ser qualificadas.

Desde que o cenário externo continue favorável — e está muito favorável — a recuperação cíclica da economia é praticamente certa, tanto aqui, como acolá. Em parte, Lula tem razão: em 2004 o país vai crescer mais do que em 2003. O que não chega a ser um grande feito. Ou um espetáculo. Entretanto, o otimismo ainda é infundado quando o al-

vo deixa de ser a efêmera recuperação cíclica e passa a ser o desenvolvimento duradouro. Infelizmente, pelas razões corretamente intuídas por Palocci (dívidas de mais e investimentos de menos), o crescimento sustentado continua a ser mais sonho do que realidade.

Assim é por que, em primeiro lugar, no fim de 2003 a dívida pública como proporção do PIB ainda deverá estar em torno de 60%. Além de enorme, trata-se de uma dívida perigosamente sensível aos imprevisíveis movimentos de mercado — ou diante de qualquer crise econômica, política ou social mais grave, gerada interna ou externamente. Pois cerca de metade da dívida interna brasileira ainda está indexada à taxa de juros (Selic) e um quarto dela, ao câmbio (dólar). Além disso, apesar do monumental ajuste já realizado, a dívida total (70% interna mais 30% externa) não pára de crescer. O Brasil, inclusive, já é o maior devedor do FMI. Atualmente, o serviço da dívida brasileira já compromete um quarto das receitas totais do setor público. Isso, em um país onde a carga fiscal é superior a 36% do PIB, e com viés de alta. Apesar de o ilusionista discurso oficial afirmar o contrário.

Em segundo lugar, a elevada necessidade de financiamento e o reduzido volume de reservas internacionais livres do país reafirmam a persistência de sua vulnerabilidade externa. Naturalmente, isso também continua a assustar credores e investidores, aqui e acolá. Em terceiro lugar, no que diz respeito à microeconomia, ainda são muitas as ambigüidades ideológicas, distorções de preços, descoordenações gerenciais, ineficiências operacionais e incertezas regulatórias que, entre outras coisas, prejudicam a indispensável competitividade externa do país. Apesar do discurso otimista, na realidade ainda não saímos de um processo circular vicioso.

Portanto, a incerteza continua a prejudicar os investimentos de médio e longo prazos, sabidamente indispensáveis para sustentar o almejado crescimento econômico mais duradouro. E não há possibilidade de desenvolvimento sustentável sem que o investimento também seja permanente, o que há muito tempo não acontece no Brasil. Portanto, neste aspecto, o movimento vai na direção oposta ao que seria desejável em um país que, entre tantas outras coisas, precisa abrir a economia — aumentar o volume de comércio. Só assim será possível, por exemplo, diminuir a elevada volatilidade cambial que dificulta ou mesmo inviabiliza o cálculo econômico. E, o que é mais grave, essa volatilidade cambial realimenta a incerteza que desencoraja os exportadores,



uma categoria crucial para garantir o equilíbrio estrutural do balanço de pagamentos.

Sem isso, ao continuar a orquestrar a desejável redução das taxas de juros internas, é até possível, momentaneamente, que o Banco Central faça com que o setor privado retome os investimentos e reduza a absorção da dívida pública interna — ou seja, diminua o “crowding out” que tanto incomoda o mercado. O problema é que, nas atuais circunstâncias, a redução de juros reduzirá também o atual superávit comercial. Talvez seja essa a razão de Lula ter ressaltado que as taxas de juros continuarão a cair, mas “sem rompantes”. Pois o enorme superávit que a tantos surpreende (superior a US\$ 20 bilhões, este ano) reflete mais a conjuntura desaquecida do que o fortalecimento da estrutura da economia brasileira — melhora de produtividade interna e da competitividade externa. E, como dizia o saudoso professor Mário Henrique Simonsen, se a inflação aleija, o balanço de pagamentos pode matar. E mata.

Como ainda não sabemos se esta é a crônica de uma novela requentada (o mais provável) ou de uma morte anunciada, aumenta a relevância da pergunta: O Brasil deve renovar o acordo com o FMI?

É certo afirmar que a combinação da boa política macroeconômica doméstica com a razoável recuperação da economia global pode ajudar a desarmar a delicada armadilha financeira em que o Brasil se encontra — romper o angustiante círculo vicioso. Evitaria, por exemplo, que um eventual problema de liquidez no curto prazo seja transformado em uma questão de solvência mais permanente, pois o elevado endividamento ainda é um empecilho para o bom funcionamento da economia, em geral, e para o desenvolvimento econômico sustentável, em particular. Embora o prognóstico seja relativamente otimista, tanto no que diz respeito à política econômica doméstica de Palocci, como em relação à economia mundial (sua recuperação cíclica), não convém dar chance ao azar. Pois o mundo é incerto e, no Brasil, não há margem de manobra.

Aliás, parece que Lula percebeu isso quando, há algum tempo, disse: “Não tenho o direito de errar.” Em tais circunstâncias, é prudente preservar o acordo com o Fundo Monetário Internacional por mais algum tempo. Um ano? Dessa forma, seria possível garantir recursos adicionais para reforçar as reservas internacionais do país, atualmente muito baixas. Importante é que tal renovação aumentaria a confiança de credores e investidores. Portanto, o acordo com o FMI deve ser renovado, pois se trata de um seguro relativamente ba-

rato. A providência se justifica, mesmo que o novo acordo seja suavizado, para salvar a face do governo — que, até o momento, surpreendeu, ao agir dentro do arcabouço esperado de quem procura, simultaneamente, consolidar a estabilidade econômica, política e social do país.

Enfim, não é fácil. Mas só assim o Brasil poderá voltar a crescer em ritmo acelerado, como no passado, e poderá sustentar o crescimento até atingir seu inegável potencial de grande nação — economicamente dinâmica, politicamente democrática e social-

mente mais justa. Belo projeto, sem dúvida. Um círculo virtuoso. Entretanto, a hercúlea missão é inacessível aos políticos comuns. É executável apenas por alguém com visão telescópica, o que é prerrogativa de raros estadistas. O presidente Lula será capaz de cumprir o que prometeu? (recentemente, ele reconheceu que governos caem por não cumprirem suas promessas). Pode até ser. Mas, por enquanto, é impossível prever.

**Marcelo Lara Resende é sócio-diretor e estrategista da Fidúcia Asset Management**

## O enorme buraco das contas americanas

Por Cyro F. Andrade

O número é impressionante: tomando-se como referência uma estimativa de US\$ 10,5 trilhões para o PIB americano, o déficit dos EUA em transações correntes chega a 5%, ou seja, mais de US\$ 500 bilhões — uns US\$ 40 milhões acima do PIB brasileiro. A visão do imenso buraco não seria motivo para medos, dizia o ex-secretário do Tesouro, Paul O'Neill. Em sua opinião, não haveria por que temer desequilíbrios externos numa economia global em que os fluxos de capital fazem sua dança com inteira liberdade de movimentos. Como argumentava O'Neill, os investidores estrangeiros põem seu dinheiro nos EUA porque o retorno oferecido, em relação ao grau de risco, é bastante convidativo. Portanto, o déficit de conta corrente deveria ser entendido como simples consequência contábil de influxos de capital que o país mereceria receber.

Para ficar em questões de simples contabilidade, veja-se que o enorme déficit em conta corrente dos EUA resulta de: (1) uma demanda por bens superior à capacidade interna de produção, desequilíbrio alimentado pelo dólar de valor intrínseco elevado (apesar de alguma perda havida no último ano e meio), que barateia importações e encarece exportações; (2) a forte procura de ativos denominados em dólar por investidores estrangeiros. Ora, como ao déficit em conta corrente deve corresponder um superávit na conta de capital, o valor do investimento estrangeiro deve ser igual ao das importações. E assim se compensam as insuficiências de poupança interna.

Abstração feita de fluxos contábeis, os EUA têm, de saída, a vantagem imbatível de serem donos da mesma moeda com que financiam



**Paul O'Neill, ex-secretário do Tesouro: a questão seria, digamos, de merecimento**

seu endividamento — privilégio que funciona como contrapeso fundamental para o déficit em expansão. Já o Brasil, como outras chamadas economias emergentes, teve de ajustar-se, sem contemplação, a escassas disponibilidades de crédito, mergulhando num regime de rigorosa contenção da economia. Tem origem nessa dieta o saldo recorde em transações correntes obtido em setembro, de US\$ 1,338 milhão. No ano, acumulam-se US\$ 3,856 milhões, que correspondem a um superávit da ordem de 0,8% do PIB. Em setembro de 2001, tinha-se um déficit equivalente a 4,9% do PIB — igual, por coincidência, ao que habita as des preocupadas reflexões de Paul O'Neill.

No entanto, adverte “The Economist” em edição recente, o déficit americano está se tornando “preocupantemente” volumoso. E cita a economista Caroline Freund (ex-Fed, hoje no FMI), que examinou 25 episódios de ajuste de conta corrente em países ricos, entre 1980 e 1997, e viu

que a reversão de comportamento começa depois de o déficit crescer por quatro anos, em média, e chegar a 5% do PIB.

Até onde poderá ir o formidável buraco, antes que se torne inevitável um ajuste estrutural, como essa que os chamados “mercados” esperam do Brasil? Isso depende, basicamente, do tamanho dos juros que os EUA se disponham a pagar. As taxas de hoje — pouco mais de 1% para títulos do Tesouro — têm ajudado a encobrir a gravidade da questão do déficit. Já há, porém, como nota “The Economist”, sinais de refluxo do apetite dos investidores estrangeiros por ativos americanos (ações, títulos, fábricas).

E o que aconteceria com as contas brasileiras se o Fed decidisse elevar os juros, possibilidade de que já se ouve falar, em Washington e Wall Street, como próximo passo de política monetária? Há espaço para ampla variedade de raciocínios. Pelo sim, pelo não, conviria pôr as barbas de molho.