

Política econômica

Brasil: sem restrições externas para crescer*

Roberto Marcantonio**

Economista da FEE

A partir do segundo semestre de 2001, o Brasil percorreu uma acelerada trajetória de ajuste de suas contas externas, causada pela melhora do desempenho de sua balança comercial. O fato foi recebido cercado das melhores expectativas, pois, no período anterior de 20 anos, a exigüidade e/ou a instabilidade dos fluxos de seu financiamento externo se constituíram numa barreira à elevação das baixas taxas de crescimento da economia nacional. Ao longo do mesmo período, a economia mundial, sob a liderança dos países desenvolvidos, deu continuidade à crescente integração internacional das atividades produtivas e financeiras. Parece lógico que esse processo de maior integração tenha ocorrido em concomitância com mudanças institucionais de inspiração liberal.

Nos anos de passagem da década de 80 para a década de 90, parcela decisiva da classe dirigente do Brasil percebeu que, para restabelecer o vigor do crescimento da economia nacional, seria crucial refazer e recuperar sua histórica associação com o capital estrangeiro. A retomada desse vínculo crucial exigiu que uma pauta de reformas econômicas de caráter liberal fosse desencadeada e que a estabilidade dos preços fosse restabelecida. Dentre as reformas referidas, interessa, no momento, citar a liberalização das relações financeiras externas — cujo propósito foi adequar a regulamentação nacional às características dos novos instrumentos financeiros e das novas fontes de financiamento — e o programa de gradual liberalização do comércio externo, iniciado, nos últimos anos da década de 80, com a eliminação dos controles administrativos das importações e encerrado, em 1994, nos meses subseqüentes à reforma monetária do Plano Real, ao completar-se a redução gradativa das tarifas incidentes sobre as mesmas importações.

No período de vigência do Plano Real — entre meados de 1994 e janeiro de 1999 —, o Brasil recebeu financiamentos externos vultosos; contudo a instabilidade do fluxo dos recursos manteve baixa a taxa média de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB). Não obstante a contribuição crucial das políticas fiscal e monetária, o Plano Real foi um programa de estabilização “de âncora cambial”. Na prática, isso significa, em parte, que a liberalização do comércio externo, por ampliar as importações, acirrou a competição entre fornecedores, na economia nacional, e impôs a eles limites mais estreitos para elevar seus preços. O Plano Real apertou drasticamente esses limites, ao praticar uma política de taxa de câmbio excessivamente baixa. A combinação desses fatos causou a deterioração da balança comercial e déficits crescentes na conta de transações correntes. Esse desequilíbrio foi financiado por acelerado endividamento externo e por vultosos investimentos estrangeiros diretos (IED). Em vista do pesado processo de endividamento externo, aumentou a percepção do risco para os capitais financeiros estrangeiros aplicados no Brasil. Isso e as repetidas crises financeiras internacionais provocaram violentos e repetidos momentos de instabilidade — leia-se fuga de divisas estrangeiras —, que punham em risco a manutenção da “âncora” cambial. Nessas circunstâncias, o Banco Central elevou as taxas básicas de juros a níveis extremos, para restabelecer a entrada de recursos no País. Abstraindo as circunstâncias desse tipo, as taxas de juros permaneceram sempre elevadas, como prêmio aos capitais que financiavam o excessivo desequilíbrio externo. Os custos da política monetária — sem a adequada compensação fiscal — ampliaram a dívida pública, a ponto de gerar a perspectiva do risco de sua insolvabilidade futura. Os desequilíbrios externo e interno terminaram por comprometer em definitivo a credibilidade externa da política econômica.

O *default* da Rússia, em 1998, extremou a aversão ao risco e espalhou uma crítica instabilidade pelo sistema financeiro internacional. No Brasil, a perda de reser-

* Artigo recebido em 25 abr. 2007.

** E-mail: marcantonio@fee.tche.br

vas externas não pôde ser contida pelo aumento das taxas de juros. Prevenido da impossibilidade de manter a “âncora” cambial, o Governo introduziu mudanças nas políticas macroeconômicas compatíveis com a adoção do regime de câmbio flutuante. As mudanças, datadas do segundo semestre de 1998 e do primeiro de 1999, consistiram, em essência, no que segue: na política cambial, a adoção, em janeiro de 1999, de um regime de livre flutuação “suja”, conforme o transcurso do tempo fez perceber; na política fiscal, a fixação de metas de superávit fiscal primário, para conter ou reverter o crescimento da dívida líquida do setor público e, assim, assegurar a solvabilidade futura dos compromissos dessa dívida; na política monetária, a adoção de um regime de metas inflacionárias, em que o nível das taxas básicas de juros é determinado em função de fazer convergir a taxa de inflação vigente para a meta da inflação.

A adoção do câmbio flutuante causou expectativas pessimistas e otimistas. No primeiro caso, esperava-se que a “quebra” do regime cambial de bandas gerasse uma crise econômico-financeira semelhante àquelas a que se assistira em quase todas as economias atingidas, no sudeste da Ásia, em 1997. As expectativas otimistas diziam respeito à melhora imediata e substancial dos saldos da balança comercial. Em 1998, o déficit comercial foi de US\$ 6,6 bilhões, e o déficit em transações correntes atingiu US\$ 33,4 bilhões, equivalente a 4,2% do PIB.

A previsão oficial para 1999 era de um superávit comercial de US\$ 10,0 bilhões, em vista da desvalorização cambial; o déficit em transações correntes caiu para as proximidades de sustentáveis 2,0% do PIB. Nem as expectativas pessimistas nem as otimistas se confirmaram. O elemento decisivo que evitou que o Brasil repetisse a queda de países do Sudeste Asiático consistiu na manutenção da entrada de vultosos investimentos estrangeiros diretos no País; no mesmo sentido, providências da política econômica e o programa de assistência financeira do FMI foram, igualmente, fatores de grande importância. Contudo, enquanto os empréstimos externos e os investimentos em carteira tinham por que temer o quadro de alta incerteza, os riscos de falência disseminados e as perdas de capital propiciadas pela desvalorização cambial — e, por isso tudo, punham-se em fuga —, os investimentos diretos estavam-se materializando em ativos reais, motivados pelas expectativas de longo prazo. As entradas de investimentos diretos, em 1999, somaram US\$ 26,7 bilhões, montante decisivo para encurtar drasticamente o *overshooting* do dólar e, assim, acalmar as inquietações gerais e diminuir a fuga tanto de recursos de empréstimos como de investi-

mentos em carteira. Contudo, em vista desses fatos, a desvalorização cambial ficou aquém da necessária para propiciar um elevado superávit comercial. A melhora do desempenho da balança comercial em 1999 apenas reduziu seu déficit para US\$ 1,2 bilhão. Pelos mesmos motivos, o déficit em transações correntes, embora tenha caído significativamente, manteve a cifra ainda elevada de US\$ 25,4 bilhões, equivalentes a 4,8% do PIB. O déficit em transações correntes permaneceu oscilando entre 4,0% e 5,0% do PIB, até 2001. Contudo, durante o segundo semestre desse ano, esse desequilíbrio entrou em firme tendência de declínio.

Em 2001, a aceleração do crescimento das importações e a desaceleração do crescimento das exportações — nesse caso, em vista do desaquecimento das economias norte-americana e mundial — propiciaram a deterioração da balança comercial no primeiro semestre. Nos 12 meses encerrados em junho, o déficit comercial atingiu US\$ 1,7 bilhão. Entretanto a desvalorização cambial e o desaquecimento da economia nacional — para citar apenas os fatores estritamente conjunturais — causaram fortíssima recuperação no segundo semestre, provocando o primeiro superávit comercial anual desde 1994, no valor de US\$ 2,7 bilhões. Entre 2002 e 2005, o superávit comercial desenvolveu uma trajetória de rápido e continuado crescimento. Como efeito desse processo, o saldo em transações correntes apresentou a seguinte evolução: -1,7% em 2002, 0,8% em 2003, 1,9% em 2004 e 1,8% em 2005. Esses mesmos fatos propiciaram substancial queda da taxa de câmbio, dotando as importações de taxa de crescimento maior do que a das exportações. Não obstante essa circunstância, em 2006, as exportações cresceram 16,2%, elevando o superávit comercial em 3,0%, ou seja, para US\$ 46,0 bilhões; o superávit em transações correntes foi de 1,4% do PIB.

Muitos economistas — dentre eles, o autor deste artigo —, que tantas vezes assistiram ao crescimento da economia nacional esbarrar nos limites de suas excessivas necessidades de financiamento externo, acreditavam que, eliminado esse problema, a expansão da produção e a do emprego nacional encontrariam caminho aberto para acelerar. Mais uma vez, a realidade pregou uma peça. A pergunta que paira no ar é por que, sem restrição externa, a economia não logra combinar crescimento continuado mais acelerado e baixa inflação? Ou, noutros termos, por que só logra crescer a passo moderado?

Este artigo examina as contas do balanço de pagamentos brasileiro de 2006. É dado destaque ao desempenho da balança comercial, porque — em vista da elevada rigidez da conta de rendas e serviços — ele é

decisivo para o saldo da conta de transações correntes. Também é dada atenção à conta capital e financeira. Em seu encerramento, o artigo tenta examinar a capacidade da atual política econômica de elevar as taxas de crescimento da economia.

O desempenho da balança comercial brasileira em 2006

Em 2006, as exportações brasileiras somaram US\$ 137,5 bilhões, tendo crescido 16,2% na comparação com o ano anterior. Por seu turno, as importações registraram US\$ 91,4 bilhões, com crescimento anual de 24,3%. O superávit da balança comercial aumentou 3,1%, tendo alcançado US\$ 46,0 bilhões. Todos os valores citados representam recordes históricos. O déficit de rendas e serviços atingiu US\$ 36,8 bilhões, com crescimento anual de 7,5%. O superávit em transações correntes caiu do equivalente a 1,8% do PIB em 2005 para 1,4% do PIB em 2006.

Segundo a Fundação de Comércio Exterior (Funcex), o índice do câmbio real, em relação ao dólar, apresentou, em 2006, valorização de 10,2% na comparação com 2005; por seu turno, o índice de câmbio real, em relação à cesta de 13 moedas, acusou valorização de 9,3%. Para realizar esses cálculos, foi utilizado o Índice de Preço ao Consumidor (IPC). Também segundo a Funcex, de 2005 para 2006, o índice de rentabilidade das exportações caiu 1,7%. A tendência de queda da rentabilidade das exportações estende-se, no mínimo, desde 2004, refletindo, em grande parte, a evolução da taxa de câmbio. A taxa de câmbio evidencia-se excessivamente baixa, ao conter o crescimento das quantidades exportadas e oferecendo substancial incentivo ao aumento das importações. Nessa referência aos condicionantes internos do desempenho da balança comercial, cabe dizer que a moderada taxa de crescimento da economia não pode ser apontada quer como um fator de restrição expressiva das exportações, quer como incentivo significativo das importações.

A expansão de 9,0% do comércio mundial em 2006 foi favorável ao aumento das vendas externas brasileiras. Contudo a continuidade da valorização cambial ao longo do ano evidenciou-se como um fator decisivo para conter, em apenas 3,3%, o índice de *quantum* das vendas externas; por seu turno, o índice de preços das exportações aumentou 12,4%, o que faz acreditar que —

embora em medida diferenciada, de setor para setor —, sob esse aspecto, também o mercado internacional foi favorável, oferecendo uma compensação parcial ou total para a desvalorização cambial. Contudo parte considerável dos exportadores não foi alcançada por esses benefícios. Notícia recentemente veiculada pela imprensa apontou as alternativas que parcela das empresas exportadoras tem utilizado para compensar a baixa taxa de câmbio e a redução excessiva da rentabilidade das exportações. Uma delas, segundo declarações de empresários, tem sido a ampliação das importações de componentes intermediários, para baixar custos. Outra alternativa, às vezes exequível, tem sido o aumento do preço em dólares dos bens ofertados ao mercado externo. Algumas vezes, essa prática é aceita pelo comprador; contudo, mais seguidamente, o exportador depara-se com perdas de mercado, como sugere a baixa taxa de crescimento do índice de *quantum*. Sobretudo, é necessário ter presente que as possibilidades dessa prática logo estarão esgotadas. Convém destacar a queda do crescimento do índice de *quantum* das vendas externas em 2006, ao registrar apenas 3,3%; entre 2000 e 2005, as taxas de crescimento anual do índice de *quantum* foram sempre elevadas, variando, no intervalo, entre 8,6% (2002) e 19,2% (2004).

A seguir é examinado o desempenho das exportações em 2006, segundo as classe de produto. Nesse ano, os semimanufaturados responderam por 14,2% do total das vendas ao estrangeiro e registraram a taxa mais elevada de crescimento dentre as diferentes classes de produto, 22,3%. O índice de preços subiu 18,1%, e o de *quantum*, 3,5%. Os produtos básicos, por seu turno, cresceram 16,3%, respondendo os preços por 9,3% do aumento, e as quantidades, por 6,03%. Sua participação na pauta das vendas externas alcançou 31,4% no exercício. Finalmente, os manufaturados tiveram participação de 54,3% nas exportações totais, tendo alcançado taxa de crescimento de 14,7%, dos quais, 12,3% devidos ao aumento dos preços e 2,1% ao das quantidades. Nas três categorias de bens, embora em grau variado, ressalta a preponderante importância da alta dos preços para o aumento do valor exportado. Além disso, cabe notar a queda que a taxa de crescimento do total das exportações sofreu ao longo de 2006. A taxa de crescimento das exportações nos últimos 12 meses foi de 22,6% em dezembro de 2005 e de 16,2% em dezembro de 2006. O crescimento das importações, ao contrário, acelerou. Nos últimos 12 meses, registraram taxa de aumento de 17,2% em dezembro de 2005 e de 24,3% em dezembro de 2006.

Em 2006, o valor do total das importações cresceu 24,3% na comparação com o ano anterior. A taxa de crescimento do valor é devida ao aumento de 16,1% no índice de *quantum* e de 7,0% no índice de preços. A preponderância da elevação do índice de *quantum* sobre o índice de preços mostra situação inversa à ocorrida com as exportações.

No exame das importações segundo as categorias de uso, merecem destaque especial os bens intermediários, em vista de apresentarem a primeira maior participação na pauta das compras externas. Em 2006, eles representaram 59,4% da pauta, somando US\$ 54,2 bilhões. Os bens intermediários cresceram 19,7% na comparação com o ano anterior. O índice de preços subiu 3,6%, e o índice de *quantum*, 15,6%. A categoria bens de capital desperta interesse especial, tendo em vista sua vinculação aos investimentos relacionados com o aumento da capacidade de produção e à incorporação de novas tecnologias. Em 2006, as importações de bens de capital somaram US\$ 12,8 bilhões, representando 13,5% do total das importações, e registraram taxa de crescimento de 25,0%. O índice de preços apresentou acréscimo de 0,8%, enquanto o índice de *quantum* aumentou 24,0%, atingindo o nível mais alto, no mínimo, desde 1999. As importações de bens de consumo duráveis somaram US\$ 3,3 bilhões. No registro por categorias de uso, foram elas que apresentaram a maior taxa de crescimento do valor importado, 82,8%; o seu índice de preços aumentou 5,3%, e o de *quantum*, 73,6%. As importações anuais dos bens de consumo não duráveis registraram o valor de US\$ 6,1 bilhões, com taxa de crescimento de 29,0% em relação ao ano anterior. O índice de preços aumentou 13,0%, e o de *quantum*, 14,0%. Finalmente, os combustíveis somaram US\$ 15,4 bilhões, com taxa de crescimento de 30,4% na comparação com o ano de 2005. O índice de preços aumentou 24,6%, e o de *quantum*, 4,6%. Abstraídas as importações de combustíveis e de bens de consumo não duráveis, o crescimento das demais categorias de uso foi determinado, em larga medida, pelo crescimento das quantidades. Esse fato leva, novamente, a destacar a influência da baixa taxa de câmbio.

Muito se tem comentado sobre a baixa taxa de câmbio, tendo em vista seus efeitos restritivos sobre as exportações e expansivos sobre as importações. Segundo se entende, parte das opiniões tem-se equivocado, ao exagerar a responsabilidade do nível elevado das taxas de juros no que respeita à valorização do real; nesse caso, a tese defendida é a de que os juros elevados atraem os capitais externos, causando um excesso da oferta de divisas estrangeiras, que derruba o preço

do dólar. Essa tese, contudo, não encontra respaldo no exame daquelas rubricas da conta financeira que, ao menos em parte, registram os fluxos de capitais externos, que, em vista de sua natureza, são, em princípio, sensíveis à atração dos ganhos financeiros: as rubricas investimentos em carteira e outros investimentos (que contabiliza vários tipos de empréstimos). Os investimentos em carteira dividem-se em ações — que não guardam relação direta com os níveis das taxas de juros — e títulos de renda fixa, por definição, relacionados com os níveis das taxas de juros. No balanço de pagamentos, os investimentos em carteira “aparecem” divididos em investimentos estrangeiros no Brasil e investimentos brasileiros no exterior. Sobre os investimentos brasileiros em carteira, basta dizer que, de 2003 a 2006, acumularam saída do País da ordem de US\$ 2,2 bilhões e repatriaram liquidamente capitais, apenas em 2003, no total de US\$ 179,0 milhões. Em suma, constituíram-se num fator de contração da oferta de divisas estrangeira no mercado de câmbio. Por outro lado, de 2003 a 2006, os investimentos estrangeiros em carteira totalizaram US\$ 16,8 bilhões. As aquisições de ações somaram US\$ 19,2 bilhões; os títulos de renda fixa acumularam valor negativo de US\$ 2,4 bilhões. Do total apontado da compra de ações, US\$ 14,2 bilhões concentraram-se, em 2005 e 2006, refletindo maior confiança no desempenho da economia nacional. Resta concluir que, examinando os investimentos em carteira, não se detecta a tão comentada influência das taxas de juros sobre a atração dos capitais externos. Cabe registrar que, em 2006, a despeito do declínio das taxas de juros internas, os investimentos estrangeiros em títulos de renda fixa cresceram 554,0%, atingindo US\$ 1,3 bilhão.

A rubrica outros investimentos registra empréstimos de variada natureza: da venda de bônus aos empréstimos sindicalizados. Em todos os anos de 2003 a 2005, a referida rubrica apresentou fluxo negativo de recursos. Em 2004 e 2005, o Banco Central amortizou, junto ao FMI, empréstimos de grande valor. Abstraindo as operações com o FMI — de empréstimos e de pagamentos —, os citados déficits anuais da rubrica mantêm-se, totalizando, entre 2003 e 2005, US\$ 25,7 bilhões, o que evidencia a amortização de débitos, no lugar da comentada tomada de recursos. Em 2006, houve uma mudança substancial nesse quadro, com o fluxo líquido da rubrica outros investimentos registrando US\$ 15,9 bilhões. Então, no ano em pauta — a exemplo do que se constatou com as entradas líquidas de investimentos estrangeiros em títulos de renda fixa —, o ingresso de recursos registrados em outros investimentos contribuiu para a valorização do real.

Em vista dos fatos expostos, parece preferível supor que as elevadas taxas de juros contribuíram para a valorização do real, contudo, menos por atrair capitais externos e mais por adiar parte dos pagamentos das dívidas vencidas ao exterior. Caso os juros elevados tenham, de fato, retardado as amortizações de débitos externos, certamente, nisso, receberam o auxílio da valorização cambial. Assim, a valorização do real, ao se evidenciar como tendência e ao conceder ganhos aos que deviam em dólar, teria reforçado a deliberação de adiar as amortizações das dívidas. De outra parte, o pano de fundo desses fatos têm sido os enormes — durante alguns anos celeremente crescentes — saldos positivos da balança comercial e, por conseqüência, os elevados superávits da conta de transações correntes. Nessas circunstâncias, mesmo com uma taxa de juros mais baixa, mais dia, menos dia, a taxa de câmbio teria de cair.

A conta capital e financeira

Em 2006, a conta capital e financeira registrou superávit de US\$ 17,3 bilhões; a conta capital contribuiu com US\$ 0,9 bilhão, e a conta financeira, com US\$ 16,4 bilhões. Nos dois exercícios anteriores — 2004 e 2005 —, a conta capital e financeira registrou déficits. Esta seção examina os fluxos líquidos de recursos registrados, em 2006, nas rubricas integrantes da conta financeira, que são os fluxos de capitais efetivamente relevantes no financiamento externo, na economia.

Em 2006, a rubrica investimentos diretos apresentou resultado líquido negativo de US\$ 8,5 bilhões. Essa cifra é o resultado da entrada líquida de investimentos estrangeiros diretos, no total de US\$ 18,8 bilhões, e da saída líquida de investimentos brasileiros para o exterior, no montante de US\$ 27,2 bilhões. Para explicitar a singularidade e o significado das cifras citadas, convém mencionar algumas características dos fluxos líquidos de investimentos diretos — estrangeiros no Brasil e brasileiros no exterior — registrados no balanço de pagamentos. Em primeiro lugar, o saldo líquido da rubrica investimento direto invariavelmente costumava ser positivo no Brasil; no período anterior a 2006, não há registro de déficit desde, no mínimo, 1947. Os valores anuais dos investimentos estrangeiros diretos elevaram seu patamar histórico, no Brasil, em 1996, como reflexo da estabilização dos preços e do processo de globalização. Entre 1997 e 2001, os valores das entradas anuais líquidas dessa categoria de recursos foram puxados para cima pelos pagamentos ao programa de

privatizações, fato que, dentre outros, compromete aqueles anos como referência para comparação com os valores que se vêm constatando em anos recentes. Para período de referência — sem a influência das privatizações —, restaram os anos entre 2002 e 2006, quando os investimentos estrangeiros diretos registraram a média de US\$ 16,6 bilhões. No caso dos investimentos brasileiros diretos (IBD), o período escolhido para comparação foi o decorrido de 1995 a 2003, que apresenta a média de investimentos de US\$ 1,0 bilhão.

Nas circunstâncias acima descritas, o primeiro motivo de surpresa ocorreu em 2004, quando os investimentos brasileiros diretos alcançaram a elevadíssima cifra de US\$ 9,8 bilhões. No ano seguinte, a cifra tendeu para o intervalo de normalidade. Em 2006, os investimentos brasileiros diretos registraram saída líquida no fantástico montante de US\$ 27,2 bilhões; destes, US\$ 22,5 bilhões serviram à aquisição de participação no capital, e US\$ 4,8 bilhões representaram empréstimos intercompanhia. De acordo com informações divulgadas pela imprensa, US\$ 17,6 bilhões destinaram-se à aquisição da empresa canadense Inco pela Companhia Vale do Rio Doce. Declarações de dirigente desta última empresa à imprensa afirmam que os motivos da compra foram os de reduzir custos de capital e riscos e diversificar a produção. O fato não representa um evento isolado, mas uma tendência constatada entre megaempresas pertencentes a um grupo de países em desenvolvimento; a fonte dessa informação divulgada pelo noticiário é o estudo de Javier Santiso, Economista-Chefe do Centro de Desenvolvimento da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), publicado pelo Deutsche Bank Research (Lamucci, 2006). Segundo esse estudo, as multinacionais dos países da OCDE não são mais os únicos compradores em operações de aquisições internacionais. Em 2005, do fluxo total do investimento estrangeiro direto no mundo, 17,0% saíram dos países emergentes. Dentre as empresas brasileiras, Santiso destaca como multinacionais a Companhia Vale do Rio Doce, a Odebrecht, a Gerdau, a Embraer e a Votorantim. Um estudo do Boston Consulting Group, publicado em maio de 2006 (Lamucci, 2006), identificou 100 multinacionais de países emergentes, das quais, 70 da Ásia e 18 da América Latina — oito do Brasil e 10 do México. Diante dessas circunstâncias, é relevante lembrar que a rubrica investimentos diretos tem se constituído, desde meados da década de 90, na mais importante das modalidades do financiamento externo da economia dentre aquelas registradas nas grandes rubricas da conta financeira. Os investimentos brasileiros no exterior, na medida em

que se avultarem em caráter mais permanente, absorverão parte considerável daquela fonte de recursos de longo prazo.

Ainda referente à aquisição feita pela Vale do Rio Doce, interessa dizer que a empresa vem sendo classificada como grau de investimento pelas empresas de *rating*. Isso contribui para reduzir o custo do crédito da empresa, que, para a aquisição da Inco, se acredita, obteve parte dos recursos necessários através de empréstimos no mercado externo. Na medida em que essa tenha sido a forma de financiamento da compra da Inco, a operação de investimentos que, em princípio, poderia contribuir para conter a tendência de queda da taxa de câmbio, ficou, em parte, tolhida de fazê-lo.

A rubrica outros investimentos registrou entradas líquidas de US\$ 15,9 bilhões; os outros investimentos estrangeiros totalizaram US\$ 19,0 bilhões, e os brasileiros, US\$ 3,2 bilhões negativos. A rubrica vinha registrando fluxos líquidos anuais negativos desde 2002. Cabe examinar alguns dos registros pertencentes a outros investimentos estrangeiros. O crédito comercial líquido alcançou o valor de US\$ 10,4 bilhões, tendo crescido 191,0% na comparação com o ano anterior. Os empréstimos, por seu turno, alcançaram US\$ 6,9 bilhões líquidos, após terem registro negativo em 2005. Dentre os empréstimos, em vista da magnitude incomum do valor, cabe destacar os denominados empréstimos diretos de US\$ 18,4 bilhões, possivelmente vinculados, ao menos em parte, ao financiamento de grandes investimentos brasileiros diretos no exterior, acima mencionados.

Finalmente, a rubrica investimentos em carteira, em 2006, registrou fluxo líquido de US\$ 8,6 bilhões, com taxa de crescimento de 76,5% na comparação com os US\$ 4,8 bilhões constatados no ano anterior. O fluxo líquido de investimentos em títulos de renda fixa totalizou US\$ 2,7 bilhões, diferentemente do resultado negativo de US\$ 0,7 bilhão registrado no ano anterior. Os investimentos em ações totalizaram US\$ 5,8 bilhões líquidos; já em 2005, totalizaram US\$ 5,6 bilhões.

Nota breve sobre as contas externas no início de 2007 e previsões

No acumulado dos meses de janeiro e fevereiro de 2007, as exportações brasileiras teimaram — não obstante a taxa de câmbio que todos ou quase todos entendem adversa — em apresentar crescimento da

ordem de 18,0% na comparação com os mesmos meses do ano anterior. As importações cresceram 26,6%, e o superávit comercial caiu 4,4%. As expectativas têm-se mantido convergentes para a diminuição do superávit comercial em 2007. Contudo o desempenho da balança comercial vem causando sucessivas revisões para baixo no valor dessa redução. O documento **Relatório de Mercado** (2007), do Banco Central, detectou que, no início de dezembro último, as expectativas convergiam para um superávit comercial de US\$ 38,0 bilhões. O **Relatório de Mercado** de 13 de abril (2007a) apontou como última previsão o superávit de US\$ 40,0 bilhões, ou seja, uma redução de US\$ 6,0 bilhões na comparação com 2006.

Por seu turno, nos mesmos meses de janeiro e fevereiro, a conta capital e financeira registrou o fluxo líquido positivo elevado de US\$ 14,2 bilhões. Todas as rubricas apresentaram entradas líquidas elevadas: os investimentos diretos acumularam o valor de US\$ 7,2 bilhões; as expectativas acerca da entrada de investimentos diretos, no ano, subiram de US\$ 16,0 bilhões para US\$ 18,0 bilhões; os investimentos em carteira somaram US\$ 5,1 bilhões, repartidos praticamente “ao meio”, entre ações e títulos de renda fixa; e, finalmente, a rubrica outros investimentos totalizou entradas líquidas de US\$ 1,8 bilhão.

Os fatos acima referidos indicam que o Brasil, provavelmente, continuará a se deparar, em 2007, mais do que se esperava, com abundância de divisas estrangeiras. Diante desse quadro, as expectativas são de continuidade da tendência de valorização cambial moderada.

Política econômica e crescimento: uma nota

Provavelmente, quando os analistas econômicos se depararam, no Brasil, com o crescimento dos saldos da balança comercial e com a eliminação das restrições externas ao crescimento, a maioria deles pensou como o autor deste artigo: agora, a expansão da produção nacional acelera firme! Portanto, foi com decepção que se assistiu, após o crescimento mais acelerado das atividades produtivas, em 2004, ao aumento das taxas de inflação e, por isso, das taxas básicas de juros. A realização de um período continuado de crescimento mais acelerado ficou novamente adiada. O anseio frustrado de ver, finalmente, encerrada uma longuíssima crise de crescimento levou os críticos da política econômica de diferentes vertentes teóricas a elevarem a voz.

A presente seção propõe-se a dialogar com uma das teses que criticam a política econômica, escolhida por seu caráter persuasivo, do que seria prova a difusão da aceitação que parece ter conquistado. Seu alvo é a política macroeconômica, que, segundo se afirma, condena a economia a uma baixa taxa média de crescimento. Este parágrafo tenta, incorrendo em simplificação, expor a estrutura essencial dessa corrente de entendimento, sem apontar, inicialmente, pontos de concordância ou de discordância do autor deste artigo. A crítica em pauta toma como ponto de partida da construção lógica de seu entendimento a instabilidade dos fluxos de financiamento externo da economia, causada pela liberdade excessiva — usual no chamado novo sistema financeiro internacional — concedida à entrada e à saída de capitais no País. Uma contração da entrada líquida de recursos externos na economia causa desvalorização cambial e impactos inflacionários, diante dos quais a política monetária reage, elevando as taxas básicas de juros, para preservar o alcance das metas de inflação. Esse tipo de circunstância recorrente reduz o crescimento do produto nacional e baixa a taxa de investimentos da economia, de modo a manter restrita a capacidade ociosa nacional de produção. Essa circunstância constitui-se num segundo fator inflacionário, pois o crescimento das atividades de negócio tende, logo, a esbarrar nos limites exíguos da capacidade de produção e, por isso, a elevar as taxas de inflação. Novamente, a política monetária encarrega-se de desacelerar o ritmo de crescimento da economia. Novamente, os investimentos são adiados, de forma que um círculo vicioso se fecha. Os adeptos dessa ordem de crítica apontam as usualmente baixas taxas de crescimento da economia, desde que a atual política econômica foi adotada, como evidência empírica de seus entendimentos.

De início, cabe frisar dois aspectos referentes à visão acima exposta. Primeiro, não há o que reparar na sua construção lógica. Portanto, aqui, não residem fatores de discordância. Segundo, entende-se que a natureza da crítica em questão estaria mais adequada às circunstâncias referentes ao período transcorrido entre a crise do México e a crise da Argentina — demarcado não apenas pelas características da política econômica, mas também pela instabilidade financeira internacional particularmente intensa, pelos desequilíbrios da economia brasileira e por sua vulnerabilidade externa — e menos às características da política econômica e dos fatos econômicos dos anos recentes. Os anos entre a crise do México e a da Argentina limitam um período de intensa instabilidade financeira internacional, causada, em grande parte, pelo uso disseminado dos regimes de

câmbio fixo nas economias em desenvolvimento. Os regimes de câmbio fixo, por eliminarem os riscos de perdas causadas pela variação da taxa de câmbio, geram específico incentivo ao crescimento das operações financeiras internacionais, dentre essas, as operações especulativas. Entende-se que também os novos instrumentos financeiros e a liberalização financeira das economias dos países em desenvolvimento oportunizaram a formação de uma “bolha especulativa”, que “estourou” por ocasião das crises do sudeste asiático e da Rússia.

Nas circunstâncias descritas, a propensão à instabilidade do sistema financeiro internacional extremou-se. A precariedade dos fundamentos da economia brasileira e o regime de câmbio vigente tornaram a moeda nacional alvo de ataques especulativos freqüentes, em 1995, 1997 e 1998, em virtude das crises financeiras internacionais ocorridas nesses anos; durante a crise da Argentina, em decorrência de já haver adotado o regime de câmbio flutuante, a economia nacional foi menos duramente atingida.

O alvo central da crítica à política econômica em consideração é sua suposta impossibilidade de, no ambiente de instabilidade em que se insere, elevar a taxa de investimento da economia e, portanto, de acelerar o crescimento. Segundo se entende, esse diagnóstico aplica-se preferencialmente às características da política e da conjuntura econômicas do passado, marcadas, permanentemente, por taxas de juros muito elevadas, que, de tempos em tempos, sob os ataques à moeda nacional, alcançavam picos momentâneos, cerceando o já baixo ritmo de crescimento da economia. Assim, o processo de decisão de investir permanecia submetido a custos financeiros elevados e à ausência de um horizonte de expansão continuada do mercado nacional, de forma a limitar os investimentos voltados à ampliação da capacidade produtiva. Nessas circunstâncias, forçosamente, os investimentos tendiam a ter caráter preponderantemente defensivo, fosse em decorrência do acirramento da competição, fosse para não perder participação no mercado. Posto que a realidade dos agentes econômicos é diversificada, deve-se admitir que parte das empresas — as maiores e *global players* — praticasse estratégia diversa.

Fatos externos e internos marcaram a passagem do tempo para um período que se tem mostrado diferente daquele antes descrito, no que respeita — são esses aspectos que interessam no momento — à freqüência, à intensidade da instabilidade financeira internacional e à vulnerabilidade externa da economia nacional. Em primeiro lugar, a própria sucessão de crises financeiras internacionais encarregou-se, nas economias em desen-

volvimento, de “quebrar”, de maneira bastante generalizada, os regimes de câmbio fixo e de substituí-los por regimes de câmbio flutuante, comparativamente mais adversos aos negócios financeiros internacionais, em vista dos riscos cambiais que lhes são inerentes. Além disso, as crises financeiras ocorridas, provavelmente, ao imporem perdas aos agentes financeiros internacionais, restringiram as operações financeiras em geral, dentre elas as especulativas, em decorrência de um acirramento do risco percebido. Acredita-se que os fatos citados foram os principais determinantes de uma substancial contração, de acordo com estatísticas do FMI, dos fluxos líquidos dos investimentos em carteira e dos chamados outros investimentos nos países em desenvolvimento, a partir das crises dos Sudeste Asiático e da Rússia. Os investimentos estrangeiros diretos — igualmente de acordo com o FMI —, ao contrário, ampliaram significativamente seus fluxos líquidos. Em vários anos, eles se tornaram a única efetiva fonte de financiamento externo nos países em pauta. A grande importância adquirida pelos investimentos estrangeiros diretos no financiamento externo — ocupando um espaço, em larga medida, abandonado por capitais voláteis — contribuiu, certamente, para reduzir as possibilidades e a intensidade da instabilidade cambial nos países em desenvolvimento. De outra parte, a capacidade dos regimes de câmbio flexível para corrigirem desequilíbrios externos sem crises cambiais traumáticas ofereceu, igualmente, contribuição para melhorar a estabilidade do sistema financeiro internacional. Convém advertir que a intenção deste artigo não é a de negar os riscos de instabilidade inerentes ao sistema financeiro internacional. Aqui, apenas se está tentando dizer que as relações financeiras externas dos países em desenvolvimento, nas quais tiveram origem algumas das crises financeiras internacionais na década passada, são, atualmente, por motivos, em parte, expostos, ambientes significativamente menos propensos à instabilidade financeira. Portanto, a instabilidade e as crises da década passada não devem servir de paradigma, ao se pensar a atualidade da economia. Talvez, para contrariar essa afirmação, alguém lembre a instabilidade financeira que acometeu o Brasil em 2001 e 2002. Após a adoção do regime de câmbio flutuante, o Brasil continuou a conviver com grandes — ainda que em processo de redução — déficits em transações correntes e com uma elevada dívida externa. Nessas condições, um evento da instabilidade cambial parece que era inevitável para ajustar as contas externas. Isso explica, em parte, os fatos de 2001. A violenta instabilidade cambial de 2002 teve como causa o som alarmante de “O Lula vem aí”.

A instabilidade cambial e o aumento das taxas de inflação dela decorrente derrubaram o crescimento da economia nos dois anos citados. Em 2003, o ritmo de crescimento permaneceu baixo, dada a necessidade de reduzir as taxas de inflação elevadas herdadas do exercício anterior. Foram três anos de altas ou altíssimas taxas de juros e de compressão da taxa de investimento da economia. Isso, em parte, parece explicar por que o aquecimento da economia, em 2004, logo esbarrou nos limites de uma capacidade produtiva exígua.

No que respeita às condições da economia brasileira, cabe dizer que essa, graças a um conjunto de fatores domésticos e externos favoráveis, superou aqueles desequilíbrios das contas do balanço de pagamentos que a faziam pesadamente dependente de financiamentos externos e que a fragilizavam diante dos “choques” internacionais. Evidentemente, com o ajuste externo, a economia nacional não se tornou isenta às repercussões das alterações do ritmo de expansão do produto e do comércio mundiais e do grau de liquidez internacional. Como o ambiente internacional tem permanecido favorável, os testes da economia sob adversidade ainda estão para ocorrer. De outra parte, é claro, a economia nacional não ficaria à margem das consequências de um maremoto financeiro de proporções mundiais. Contudo, olhando para a evolução de suas exportações e para os seus indicadores de endividamento externo, encontram-se motivos para acreditar na substancial redução de sua vulnerabilidade externa. Por outro lado, em geral, seus fundamentos melhoraram e vêm melhorando, como evidencia a queda da proporção entre a dívida líquida do setor público e o PIB. Em suma, seja pela evolução das condições financeiras internacionais, seja por mudança no âmbito nacional, a economia brasileira, hoje, repousa sobre bases menos propensas à instabilidade cambial. Nesse sentido, é importante insistir e demarcar claramente a evolução da estabilidade cambial no período posterior ao *overshooting* do preço do dólar causado pela troca do regime cambial, em janeiro de 1999; o *overshooting* extinguiu-se já em abril daquele ano. Em todo o período posterior — abstraída a crise cambial causada pela candidatura de Luiz Inácio Lula da Silva à Presidência da República em 2002 —, apenas em 2001, assistiu-se à instabilidade cambial obrigar o Banco Central a elevar as taxas de juros. É bom ter presente que, no ano citado, o processo de ajuste das contas externas ainda estava para ocorrer. Então, cabe perguntar: como a instabilidade cambial pode ainda ser responsabilizada pelo baixo crescimento da economia? Procurando entre todas as respostas imagináveis, a única que ocorre é que tal argumento é mantido por mera distração

da observação dos críticos da política econômica. Então, há que se admitir que, eliminada a restrição externa ao crescimento — da qual, algumas das consequências eram a instabilidade cambial freqüente, a permanência de elevadas taxas de juros e a falta de um horizonte de continuidade do crescimento da economia —, emergiu o fato de que a restrita capacidade produtiva da economia torna incompatível a convivência duradoura entre taxas mais elevadas de crescimento e estabilidade dos preços. A economia permaneceu presa no círculo vicioso em que o crescimento mais acelerado eleva as taxas de inflação, estas elevam a taxa de juros, que, por seu turno, restringem os investimentos, de forma a resultar em exígua capacidade de produção e em ausência de um horizonte de crescimento prolongado. Para quebrar esse círculo, há, pois, que se reduzir as taxas de juros para ampliar os investimentos — contudo não as reduzir de forma abrupta, o que logo acenderia a inflação e poria a tentativa a perder. Há que se reduzir as taxas de juros gradativamente, para que a aceleração — igualmente gradual — do crescimento seja não inflacionária e consolide a confiança na continuidade do aumento da produção nacional. Com um pé após o outro, pagando o período de tempo exigido, a política monetária poderá, assim, dar sua necessária contribuição para acelerar o crescimento. Em suma, entende-se que, para contribuir para elevar a taxa de investimento da economia, o que a política monetária pode fazer é o que vem fazendo: reduzir os juros lenta e firmemente, para construir um horizonte de crescimento continuado.

Referências

BOLETIM DE COMÉRCIO EXTERIOR. Rio de Janeiro: FUNCEX, v. XI, n.1, jan. 2007.

LAMUCCI, Sérgio. Multinacionais expandem-se nos 5 continentes. **Valor**, São Paulo, p. A5, 2 abr. 2006.

LANDIM, Rachel; CRUZ; Patrick. Diminui espaço da indústria para compensar câmbio. **Valor**, São Paulo, p. A3, 5/8 abr. 2006.

RELATÓRIO DE MERCADO. Brasília: BACEN, 5 jan. 2007.

RELATÓRIO DE MERCADO. Brasília: BACEN, 13 abr. 2007a.

WORLD ECONOMIC OUTLOOK. [S.I.]: FMI, set. 2004.