

**BASES PARA
UMA ESTRATÉGIA
GRADUALISTA DE
EXPANSÃO**

Fabio Giambiagi*

*Economista do BNDES.

Cabe um agradecimento aos comentários de Nilson Teixeira, que contribuíram para aperfeiçoar o texto a partir de uma primeira versão lida por ele. Os eventuais erros remanescentes, como de praxe, são de responsabilidade exclusiva do autor.

Rio de Janeiro, outubro - 2003

Sumário

Resumo.	5
Abstract	5
1. Introdução	7
2. A Noção de Processo	9
3. O Ajuste de 1999	12
4. A Estratégia Macroeconômica: menos Inflação, menos Juros, menos Déficit, menos Dívidas, mais Crescimento.	18
5. O Futuro: qual É o Alvo?	19
6. A Questão da Poupança	24
7. Elementos de uma Estratégia Gradualista.	27
8. O Papel das Reformas	28
9. O Potencial do Mercosul	31
10. Uma Estratégia de Redução da Dependência Externa	32
11. Conclusões	34
Referências Bibliográficas	37

Resumo

O artigo analisa as perspectivas para o crescimento da economia brasileira. Mostra-se que em 1999 foi adotada uma combinação de políticas que correspondem ao “estado das artes” do conhecimento e que estão afinadas com as melhores práticas observadas em diversos países do mundo. Argumenta-se que tais políticas podem, se continuadas, gerar taxas de crescimento progressivamente maiores nos próximos anos. Defende-se a viabilidade de um crescimento em torno de uma média de 3% a.a. para o atual período de governo e de 4% a.a. para o próximo e sustenta-se que esse crescimento está longe de poder ser considerado decepcionante.

Abstract

This paper analyses the outlook of growth of the Brazilian economy. It is shown that in 1999 it was adopted a set of policies that corresponds to the “state of the arts” of knowledge and that are tuned to the best practices observed in several countries in the world. It is argued that if such policies continued to be applied, they can gradually improve the GDP growth rates in the next years. The validity of an average growth of around 3% per year for the current administration and 4% for the next is defended, which is far from being disappointing.

1. Introdução

Decorrida quase uma década do processo de estabilização iniciado com o Plano Real, de 1994, alguns dados básicos explicam *per se* o desapontamento acerca da trajetória do PIB nesse período. De fato, desde 1994:

- a taxa média de crescimento do período 1995-2002 foi de apenas 2,3% a.a., certamente aquém do que a maioria esperava no início do citado plano de estabilização;
- em nenhum período a taxa de crescimento anual foi de 3% ou mais durante dois anos consecutivos; e
- o crescimento médio de 2001-2003 deverá ser da ordem de somente 1% a.a.

A taxa de crescimento do PIB, em outras palavras, foi decepcionante sob qualquer ponto de vista, seja ela comparada com as expectativas iniciais, com o desempenho dos demais países e ou com as taxas que poderiam ter sido verificadas se a combinação de políticas do Plano Real tivesse sido outra desde o seu início e não se tivessem verificado os elevados déficits público e na conta corrente do balanço de pagamentos registrados no período 1995-1998.

Feita essa constatação, contudo, uma análise alternativa pode revelar perspectivas mais promissoras. O Brasil de 2003 corresponde, de certa forma, a uma versão espelhada – em que a imagem é o inverso da realidade, com o lado esquerdo sendo visto à direita e vice-versa – da situação de 1995-1997, antes da crise das economias asiáticas. Naqueles anos, havia um certo crescimento, a taxa de desemprego ainda era relativamente baixa, a renda real da população experimentava os efeitos benéficos do início do Plano Real etc. Entretanto, era claro, aos olhos dos analistas especializados, que havia dois grandes problemas que estavam se avolumando – o desequilíbrio das contas públicas e do setor externo – e que muito provavelmente acabariam levando, no futuro, a economia brasileira a enfrentar uma crise grave – ameaça essa ignorada pelo grande público. Havia uma percepção popular de relativo conforto, mas a tendência da economia, aos olhos do público especializado, era, sem dúvida e por vários motivos, bastante preocupante.

Em 2003, o contexto é exatamente o oposto. Quando se olha para um conjunto de indicadores, a *fotografia* é realmente desconfortável: crescimento muito fraco, desemprego elevado, renda real baixa etc., repetindo um quadro observado em anos recentes. Por outro lado, quando se analisa a evolução, ao longo do tempo – isto é, o *filme*, para utilizar uma antiga analogia –, das variáveis associadas aos *fundamentos* de uma economia, o qua-

dro aponta para a possibilidade de que o país obtenha bons frutos dessas políticas durante os próximos anos, caso não se desvie do caminho atual.

Para isso, entretanto, é importante evitar que se tomem atalhos que, sob o pretexto de acelerar o passo rumo a um crescimento mais intenso, gerem problemas para a viabilização desse objetivo a médio e longo prazos. Nosso entendimento é que o país precisa seguir o rumo atual, buscando o equilíbrio macroeconômico baseado no *mix* de redução da vulnerabilidade externa e de preservação da austeridade fiscal. Combinadas com um quadro de redução gradual da inflação e das taxas de juros reais, de previsibilidade econômica, de meio ambiente macroeconômico propício, de regras claras de investimento, de atração do capital estrangeiro, de novos investimentos na melhoria da educação e de abertura da economia, essas políticas poderão ensejar as condições para que o país passe por uma fase de relativa prosperidade nos próximos anos, pela primeira vez desde os anos 70.

O presente texto insere-se nesse contexto e procura argumentar que:

- o crescimento deve ser encarado como um processo gradual;
- o período de governo no qual o país poderá colher plenamente os frutos que vêm sendo plantados nos últimos anos deverá ser a gestão 2007-2010, mais do que nos anos 2003-2006;
- situações nas quais as economias cresceram 5% a.a. ou mais durante muito tempo ocorreram apenas em poucos casos particulares na História moderna;
- há condições de, a partir de 2004-2005, o Brasil exibir taxas de inflação e de juros reais e coeficientes de endividamento público e externo declinantes, com consequências positivas para a atração de investimentos; e
- o segredo do êxito da atual administração consistirá em ir firmando progressivamente o espaço para um crescimento em bases mais sólidas, com a economia se expandindo em 2004 a taxas maiores que as de 2003 e em 2005-2006 a um ritmo mais intenso que em 2004.

O trabalho está dividido em 11 seções, incluindo esta introdução. A seguir, defende-se a noção de que a evolução favorável de um país deve ser encarada como o resultado de um processo, e não de movimentos de ruptura com o passado, e nesse sentido o país deu mostras de ter avançado ao longo dos últimos 20 anos, nos sucessivos governos. A terceira seção argumenta que em 1999 o Brasil aderiu ao “estado das artes” macroeconô-

mico, baseado na combinação de metas de inflação, metas fiscais e câmbio flutuante, e que essa estratégia é, em linhas gerais, correta e merece ter continuidade. Posteriormente, defende-se a viabilidade de obtenção de indicadores progressivamente melhores no que diz respeito a diversas variáveis macroeconômicas. A quinta seção mostra os casos de maior sucesso das estratégias de crescimento e sugere que o Brasil deve se preparar para crescer a níveis de 3% a 4% a.a. nos próximos três anos e de 4% a.a. no próximo governo. Essa proposição é seguida de uma reflexão sobre o tema da poupança e a necessidade de elevar concomitantemente os níveis de consumo e renda, mas tomando cuidado para abrir espaço para o investimento, o que requer moderação na expansão do consumo. A sétima seção aborda alguns aspectos a serem levados em conta no traçado de uma estratégia gradualista de expansão da economia. A oitava discute o papel das reformas em debate atualmente e de outras que deverão se incorporar à agenda. Na continuação, defende-se o aprofundamento da integração com o Mercosul como o projeto de desenvolvimento ativo mais importante do país nos próximos 20 anos. Na décima seção, argumenta-se em favor de uma estratégia de redução da dependência externa. Por último, sintetizam-se as conclusões do artigo.

2. A Noção de Processo

A evolução dos países pode se dar de duas maneiras: (i) por fenômenos de ruptura ou (ii) na forma de avanços graduais. O primeiro tipo de situações está associado a casos de mudança abrupta com o passado, mudanças essas próprias de revoluções ou de um abandono generalizado das políticas do governo anterior por parte de seu sucessor, se for na vigência de uma democracia. O documento produzido pelo Partido dos Trabalhadores em 2001 e com o qual ele iniciou sua campanha eleitoral para as eleições de 2002, antes da apresentação do programa definitivo e que se chamava precisamente “A Ruptura Necessária”, parece se encaixar no primeiro caso.

Nele estava dito que haveria uma “ruptura com o modelo econômico” (p. 1). Tal expressão aparece repetidas vezes no texto, citando casos anteriores em que com as mudanças de governo teria havido no passado simples “recomposições nas relações de poder (...) mas nunca rupturas efetivas, com a acomodação e a permanência de todos os setores dominantes” (p. 1). A pregação em favor de uma mudança completa das bases do programa econômico vigente na ocasião permeia todo o documento. A condenação ao estado de coisas daquele momento e a expectativa de uma transformação radical se refletem no documento nas alusões à suposta necessidade de “reconstrução” e de uma “nova coalizão de forças” e na frase-síntese de que haveria uma inversão de prioridades, pois “o novo modelo de desenvolvimento subordinará

a dinâmica econômica aos objetivos e às prioridades sociais” (p. 6). Em consequência, o documento defendia medidas extremas, como “denunciar o acordo com o FMI” (p. 12), articular aliados “no processo de auditoria e renegociação da dívida externa pública, particularmente de países como o Brasil, o México e a Argentina” (p. 12), “reorientar o investimento direto externo com critérios de seletividade” (p. 11) etc.

É interessante destacar que a idéia de que haveria uma mudança substancial tanto do modelo como do desempenho da economia se manteve no documento programático final de julho de 2002 (*Programa de Governo 2002*), com o qual o PT oficialmente se apresentou diante do eleitorado. Essa idéia se traduz na recuperação da mística do crescimento a taxas de 7% a.a., como no parágrafo em que se afirma que “o Brasil já demonstrou, historicamente, uma vocação para crescer em torno de 7% ao ano. É essa vocação que o nosso governo vai resgatar” (p. 11).

Em contraste com esse tipo de concepção, a História sugere que, em muitos dos casos nos quais houve progressos importantes, ao se comparar a situação de um país com a de dez ou 20 anos antes, os avanços foram graduais e construídos ao longo de um processo envolvendo vários governos, incluindo colorações ideológicas diversas.

Nesse sentido, contrariamente à leitura muito negativa esposada por uma parte do espectro político brasileiro acerca do que aconteceu no país nos últimos 20 anos, o período revela indicadores não-desprezíveis de avanços sucessivos ao longo do tempo. Vejamos por quê.

Fala-se muito da “década perdida dos 80”, mas a época vai passar à História como sendo a da recuperação das liberdades democráticas, com a posse do primeiro presidente civil em 20 anos, em 1985; a elaboração de uma nova Constituição, em 1988; e a realização das primeiras eleições para presidente desde 1961, em 1989. O governo Sarney (1985-1989), nesse sentido, teve um papel histórico relevante, ao consolidar o processo de redemocratização iniciado ainda nos anos 70 e que chegou a correr riscos nos anos 80, como no episódio da bomba do Riocentro. Embora na área econômica a Nova República tenha sido marcada por uma série de percalços, são dignos de nota, por implicar um *case* de estabilidade institucional pouco comum na América Latina,¹ o amadurecimento político do país no período e o fato de que as eleições tenham ocorrido nas datas previstas e segundo regras preestabelecidas, em que pesem as turbulências associadas a um processo próximo da hiperinflação. Apesar dos problemas, é válido dizer que o Brasil do final dos 80 era melhor que o do começo da década.

1 Na mesma década, processos de altíssima inflação estiveram associados a casos de anormalidade institucional, com o fim abrupto de governos e sua substituição por outro, em alguns de nossos vizinhos latino-americanos.

A idéia de que há um legado positivo da gestão administrativa de um governo vale também para o governo seguinte, mesmo que se desdobre ele nas curtas gestões de Fernando Collor (1990-1992) e Itamar Franco (1993-1994). O primeiro promoveu uma mudança de modelo que era necessária, uma vez que o padrão de desenvolvimento baseado na substituição de importações e em uma forte presença do Estado na economia, e que tinha levado o país a três décadas gloriosas entre 1950 e 1980, tinha claramente se exaurido nos anos 80, no contexto de um fechamento extremo da economia, de uma grave crise fiscal e da alta inflação da época. A adoção do binômio abertura da economia-privatização foi positiva para a economia e está na base da modernização pela qual passaram as empresas brasileiras nos últimos dez anos. Já a presidência de Itamar Franco esteve associada ao lançamento do Plano Real, cujo êxito faz que a melhoria registrada entre 1992 e 1994 dispense a necessidade de maiores comentários.

A noção de evolução favorável ao longo do tempo é válida mesmo quando se divide a presidência de Fernando Henrique Cardoso nos dois mandatos de 1995-1998 e 1999-2002. O primeiro esteve marcado pela combinação de fim dos monopólios estatais e da consolidação da estabilidade. Aquele foi fundamental para criar condições para uma transformação substancial nos setores de petróleo e telecomunicações, enquanto a estabilização da economia revelou-se um processo árduo, uma vez que a inflação, medida pelos preços ao consumidor nos primeiros 12 meses do Plano Real, concluídos em junho de 1995, foi de quase 35%. Portanto, a percepção de que se estava na presença de um plano de estabilização efetiva da economia só ficou clara com o passar do tempo, uma vez que em 1995 ainda se temia estar diante de um possível sexto plano fracassado, após a frustração com os antecessores cinco planos – Cruzado (1986), Bresser (1987), Verão (1989), Collor I (1990) e Collor II (1991).

Já o legado do segundo governo de Fernando Henrique esteve claramente associado (i) à adoção de um conjunto adequado de políticas por ocasião das mudanças de 1999, mediante um arranjo que combina metas de inflação, metas fiscais e flutuação cambial, e (ii) à aprovação de novas reformas, notadamente a da previdência social – fator previdenciário – e a Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF).

É nesse contexto que deve ser analisado o governo atual. Em outras palavras, apesar dos problemas surgidos e em alguns casos agravados por políticas econômicas equivocadas, o balanço final de cada uma das gestões de governo desses últimos 20 anos é positivo: seguindo à mudança favorável representada pela redemocratização dos anos 80, o Brasil era melhor em 1992 que em 1990, quando foi levado a se modernizar com Collor de Mello; em 1994 que em 1992, devido ao Plano Real, de Itamar Franco; em 2002 que em 1994, em face da aprovação de diversas reformas

estruturais e da consolidação da estabilização na gestão de Fernando Henrique; e espera-se que tais avanços tenham continuidade no governo atual, com o registro de um crescimento mais intenso e o avanço da inclusão social, para que o Brasil de 2006 possa ser melhor que o de 2002. Em outras palavras, trata-se de um país que, embora com dificuldades, vai avançando e amadurecendo gradualmente, em contraste com outros casos de países emergentes que passaram por perturbações institucionais sérias e ou que simplesmente retrocederam dramaticamente em termos econômicos nos últimos anos.

3. O Ajuste de 1999

Em todos os episódios que caracterizaram crises econômicas graves, em alguns casos acompanhadas de conflitos políticos agudos no Brasil, nos últimos 50 anos, houve a presença de pelo menos um dos seguintes três elementos: inflação elevada, contas públicas desequilibradas e ou crise de balanço de pagamentos. Foi assim no final do período JK (rompimento com o FMI, inflação alta e situação fiscal precária), nos governos Jânio Quadros e João Goulart (falta de divisas, inflação próxima de 100% no final do processo e elevado déficit público), em 1973 (choque do petróleo), nos anos 80 (crise da dívida externa, crise fiscal e alta inflação), em 1994 (proximidade da hiperinflação) e em 1998 (dívida pública crescente e déficit em conta corrente de quase 5% do PIB).

Em 1999, com a adoção simultânea da política de metas de inflação, do sistema de metas fiscais e da flutuação cambial, seguindo um padrão estabelecido pelas melhores práticas de um conjunto crescente de países, o Brasil passou, pela primeira vez em muito tempo, a ter um conjunto integrado de políticas para enfrentar isolada ou simultaneamente aqueles três problemas. Isto é, a inflação em alta leva o Banco Central a agir com o instrumento da taxa de juros, para procurar trazer a inflação novamente para a proximidade da meta; uma elevação da dívida pública exige um aumento compensatório do superávit primário, para arcar com a maior carga de juros; e a taxa de câmbio constitui o mecanismo de ajuste endógeno por excelência, diante de um quadro de escassez de divisas. Com tempo para operar, a persistência no uso dessas políticas tende a gerar uma inflação sob controle, uma trajetória não-explosiva da relação dívida pública/PIB e um setor externo ajustado. Nesse sentido, considerando a importância de perseguir o equilíbrio macroeconômico, trata-se de um conjunto de políticas que tende a se revelar eficaz para esse objetivo e, portanto, uma boa receita para ter um quadro de estabilidade e maior previsibilidade macroeconômica.

Os méritos dessa política, porém, não garantem que seus benefícios estejam isentos de custos, nem evitam o surgimento de contradições entre seus diferentes objetivos. Por exemplo, se as condições do mercado internacional de crédito se deterioraram, faz-se necessária uma desvalorização maior do que a inicial para equilibrar o balanço de pagamentos. Ao mesmo tempo, esse fenômeno, que é positivo para as contas externas, tende a prejudicar o combate à inflação e a obrigar o governo a aumentar a taxa de juros, prejudicando as possibilidades de crescimento. Para infelicidade do país, um conjunto eficiente de políticas macroeconômicas, nos anos 1999-2002, foi adotado ao mesmo tempo que:

- a disponibilidade de crédito no âmbito internacional sofria uma séria contração, devido à redução do ritmo de crescimento da economia dos Estados Unidos e à crescente aversão ao risco;
- a Argentina ingressava na pior crise dos últimos 100 anos, com quedas contínuas do crescimento durante quatro anos consecutivos – de 3% em 1999, 1% em 2000, 4% em 2001 e 11% em 2002 –, fenômeno esse, em menor intensidade e por outros motivos, também verificado em outros países da América Latina que para o Brasil representavam um destino importante das exportações de manufaturados;²
- o euro sofreu uma desvalorização importante, de aproximadamente 10%, entre dezembro de 1998 e dezembro de 2002, indicando maior dificuldade de penetração dos produtos brasileiros e exigindo uma dose extra de desvalorização; e
- entre 1998 e 2002, o preço médio das exportações brasileiras medido pela Funcex (Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior) sofreu uma perda de 18%.

Em consequência, o impacto desse conjunto de fatores de pressão sobre a taxa de câmbio foi muito intenso ao longo de quatro anos, quando sistematicamente houve desvalorizações reais sucessivas em cada um deles, comparando a posição do início com a do final de ano, prejudicando com isso o combate à inflação e as possibilidades de redução das taxas de juros. Ao todo, nos quatro anos de 1999 a 2002, desde que a taxa de câmbio passou a flutuar, entre dezembro de 1998 e dezembro de 2002, o índice da taxa de câmbio nominal x índice de preços ao consumi-

2 Nos quatro anos de 1995 a 1998, o crescimento acumulado do PIB dos demais países da América do Sul foi de 17%, enquanto nos quatro anos seguintes houve um *encolhimento* acumulado de 3%. Para atentar para a importância disso, ressalte-se que em 1998, por exemplo, o Brasil exportava para o Paraguai mais do que para a França e Espanha isoladamente e para o Uruguai e o Paraguai juntos mais do que para a Grã-Bretanha ou a Itália, também isoladamente consideradas.

dor dos Estados Unidos/índice de preços ao consumidor do Brasil (IPCA) teve um incremento real de mais de 137%.

Ao mesmo tempo, é preciso salientar que uma coisa é adotar uma política que tende a permitir ajustes endógenos do balanço de pagamentos mediante desvalorizações sucessivas quando há um pequeno déficit na conta corrente e outra muito diferente é adotar essa política quando se parte de um desequilíbrio da ordem de quase 5% do PIB, como era em 1998. Nesse caso, na composição da equação da demanda agregada, a desvalorização requerida e o ajuste do componente (exportações – importações de bens e serviços não-fatores)/PIB devem ser particularmente intensos. Isso afeta negativamente o espaço para o consumo, que é comprimido pela necessidade inevitável de a relação consumo/PIB cair.

Em tais circunstâncias, o ajuste externo se processou de forma que se pode julgar bastante satisfatória. A pequena redução do valor absoluto da dívida externa líquida, somada ao aumento das exportações, fez que a relação dívida externa líquida/exportações de bens retornasse aos níveis que antecederam o Plano Real, indicando grande redução da vulnerabilidade externa, como resultado da passagem de um déficit comercial de US\$ 7 bilhões em 1998 para um superávit de aproximadamente US\$ 18 bilhões em 2003 (Tabela 1).

Isso se deu em um contexto em que o PIB, apesar das restrições mencionadas, retomou seu crescimento a partir da desvalorização. De fato, ao longo dos anos de 1999, 2000 e 2002, o PIB trimestral dessazonalizado teve um aumento contínuo, chegando ao final do ano com um crescimento em relação ao último trimestre do ano anterior de 3,4%, 3,9% e 3,2%, respectivamente. Tal fato, porém, não se traduziu em números mais fortes nos resultados anuais de 1999 e 2002, pela herança estatística negativa da trajetória do PIB ao longo dos anos de 1998 e 2001. Nos quatro anos posteriores à desvalorização, de qualquer forma, houve 11 trimestres de crescimento, nos quais a economia se

Tabela 1
Coeficiente Dívida Externa Líquida/Exportações de Bens

Ano	Coeficiente	Ano	Coeficiente	Ano	Coeficiente
1981	2,9	1991	3,6	2001	3,0
1982	4,0	1992	3,1	2002	2,9
1983	4,1	1993	2,9	2003 ^a	2,5
1984	3,3	1994	2,5		
1985	3,7	1995	2,3		
1986	4,7	1996	2,5		
1987	4,3	1997	2,8		
1988	3,1	1998	3,5		
1989	3,1	1999	3,9		
1990	3,6	2000	3,3		

Fonte: Banco Central.

^a Previsão do autor.

expandiu a uma média trimestral anualizada – com ajuste sazonal – da ordem de 4% a.a. entre o quarto trimestre de 1998 e o primeiro trimestre de 2001 e de 3% entre o quarto trimestre de 2001 e o quarto trimestre de 2002. Entre esses dois períodos, houve a brusca interrupção do crescimento causada pela crise energética no segundo trimestre de 2001 e que se fez sentir até o final desse ano. Cabe destacar, porém, que, por mais óbvia que tenha sido a responsabilidade das autoridades da época pelos problemas ocorridos, o fato revelou uma séria falha gerencial, mas não um problema inerente à política econômica.

Nesse contexto de retomada do crescimento durante 1999-2002, apenas temporariamente interrompida durante três trimestres em 2001, pelo choque de oferta da crise de energia, a taxa de desemprego se manteve estável.³ A criação de emprego acompanhou o ritmo de expansão da população economicamente ativa (PEA), com ambas as variáveis crescendo quase 2% a.a. Embora com um aumento do grau de informalização da economia, o número de empregos com carteira também cresceu a uma taxa menor, de 1,5% a.a. (Tabela 2).

A Tabela 3 ajuda a entender as causas do processo de crescimento. Observe-se como, após a desvalorização, houve um ajuste clássico, próprio de reação de livro-texto, com as exportações crescendo e as importações caindo.⁴ Essa expansão do saldo de transações reais com o exterior *comprimiu*, por definição, o

Tabela 2
Taxas de Crescimento do Emprego – 1999-2002
(Em % a.a.)

<i>Variável</i>	<i>Taxas de Crescimento Médias</i>
PEA	1,9
Emprego Total	1,9
Emprego com Carteira	1,5

Fonte: IBGE. Para 2002, refere-se ao dado parcial, pela ausência de dados referentes a dezembro.

Tabela 3
Taxas de Crescimento Médio por Períodos – 1995-2002
(Em % a.a.)

<i>Ano</i>	<i>Consumo das Famílias</i>	<i>Consumo do Governo</i>	<i>FBKF</i>	<i>Exportações</i>	<i>Importações</i>	<i>PIB</i>
1995-1998	3,6	1,8	4,3	3,3	12,8	2,6
1999-2002	0,9	1,4	-1,6	9,7	-4,5	2,0
1995-2002	2,2	1,6	1,3	6,5	3,8	2,3

Fonte: IBGE, *Contas Nacionais*.

3 O aumento da taxa de desemprego nos oito anos do governo Fernando Henrique se deu na sua primeira gestão, entre 1994 e 1998.

4 Nas Tabelas 3 e 5, as exportações e importações referem-se aos bens e serviços não-fatores, conforme a estatística das Contas Nacionais, expressas em termos de *quantum* (valores reais constantes).

espaço relativo para as demais categorias de demanda. No que tange ao consumo, isso foi acentuado pelo fato de que, como caberia esperar, a desvalorização acarretou uma deterioração inicial dos salários reais, o que naturalmente se refletiu nos níveis de consumo das famílias (Tabela 4).

Com isso, como podemos ver na Tabela 5, ao longo dos últimos anos o impulso para o crescimento veio do setor externo, que foi responsável pela totalidade do crescimento do PIB em 1999 e 2002 e por boa parte do crescimento em 2001. A exceção ficou por conta de 2000, quando as importações tiveram um crescimento importante.

Como vimos, houve nos anos recentes um conjunto de fenômenos:

- o crescimento, na média dos quatro anos 1999-2002, prejudicado pelo *carry over* negativo de 1998 sobre o

Tabela 4
Brasil: Taxas de Variação da Renda Real Média Anual –
Regiões Metropolitanas
(Em %)

<i>Ano</i>	<i>Taxa de Variação</i>
1994	5,6
1995	9,0
1996	5,1
1997	0,8
1998	-0,3
1999	-5,6
2000	-0,6
2001	-3,3
2002	-4,0 ^a

Fonte: IBGE.

^a Preliminar.

Tabela 5
Decomposição do Crescimento por Categorias – 1995-2002
(Em %)

<i>Ano</i>	<i>Consumo das Famílias</i>	<i>Consumo do Governo</i>	<i>FBKF</i>	<i>Variação dos Estoques</i>	<i>Exportações</i>	<i>Importações</i>	<i>PIB</i>
1995	5,19	0,24	1,52	0,27	-0,19	-2,81	4,22
1996	2,22	0,27	0,25	0,38	0,05	-0,51	2,66
1997	1,96	0,39	1,80	-0,07	0,78	-1,59	3,27
1998	-0,48	0,43	-0,07	-0,06	0,28	0,03	0,13
1999	-0,25	0,47	-1,43	-0,17	0,69	1,48	0,79
2000	2,39	0,24	0,84	1,17	1,09	-1,37	4,36
2001	0,43	0,18	0,20	-0,44	1,20	-0,15	1,42
2002	-0,40	0,19	-0,80	-0,31	1,03	1,81	1,52

Fonte: IBGE, *Contas Nacionais*.

crescimento anual de 1999 e pela crise energética em 2001;

- o ajuste externo, obrigando a uma recomposição da demanda; e
- a perda de rendimentos reais, algo que está intrinsecamente associado à desvalorização.

Nesse contexto, como vemos na Tabela 6, o consumo privado *per capita* caiu em quatro dos últimos cinco anos.⁵ O efeito disso sobre o ânimo da população é direto, isto é, a perda de renda real gera um sentimento de desconforto estreitamente ligado à redução da capacidade de adquirir bens, que nas Contas Nacionais se reflete em um *achatamento* dos níveis de consumo privado.

À guisa de conclusão, de qualquer forma, o que se deseja frisar, com essa longa explicação do que ocorreu nos últimos anos, é que a perda de renda real e o achatamento do consumo estão associados a fenômenos que tendem a ser temporários. Por um lado, a desvalorização é intrinsecamente temporária. Isso porque, por definição de câmbio flutuante, o real não pode desvalorizar-se todos os anos, já que nesse caso haveria um superávit comercial absurdo que geraria uma tendência à apreciação.

Portanto, ao deixar de haver novas desvalorizações reais – considerando-se que o câmbio esteja ajustado –, a pressão sobre a deterioração do salário real deixaria de existir e os rendimentos reais e o consumo não mais sofreriam as consequências negativas disso. Por outro lado, os problemas que prejudicaram a economia brasileira depois de 1998 – *credit crunch* nos mercados internacionais, desvalorização do euro em relação ao dólar, crise das demais economias latino-americanas em geral e da Argentina em particular e queda dos preços das exportações – não se devem

Tabela 6
Crescimento do Consumo Privado *per Capita*

Ano	Crescimento do Consumo Privado <i>per Capita</i> (%)
1995	7,2
1996	2,3
1997	1,7
1998	-2,1
1999	-1,7
2000	2,5
2001	-0,6
2002	-1,9

Fonte: IBGE, *Contas Nacionais*.

5 A rigor, já em 1998 tinha havido uma certa desvalorização real, embora no contexto de câmbio controlado, já que ela em termos nominais foi da ordem de 8% contra uma inflação de 2%.

repetir nos próximos anos, pelo menos na intensidade de 1999-2002. Conseqüentemente, completado o ajuste externo e o ciclo de aperto monetário requerido para debelar a ameaça de retorno da inflação em 2003 e desde que se evite uma apreciação excessiva da taxa de câmbio real, a continuidade da trilha iniciada em 1999 deve deixar de causar os efeitos negativos relacionados com o impacto da desvalorização sobre os rendimentos reais e o consumo e poderá permitir uma recuperação da economia a um ritmo mais rápido. Em outras palavras, não há motivos para mudar a política exatamente quando ela pode estar prestes a gerar resultados positivos perceptíveis para a maior parte da população.

A forte desvalorização do período 1999-2002 teve como conseqüência colateral uma deterioração dos níveis de salário real e de consumo da população. Atingido o ajuste e tendo desaparecido o elevado déficit em conta corrente verificado no início do processo, novas desvalorizações não são mais necessárias e, portanto, não existindo mais essa pressão negativa, o salário real e o consumo podem voltar a crescer.

4. A Estratégia Macroeconômica: menos Inflação, menos Juros, menos Déficit, menos Dívidas, mais Crescimento

O objetivo macroeconômico de qualquer governo deve ser sempre o de crescer a uma taxa a mais elevada possível a longo prazo, respeitados os equilíbrios macroeconômicos que permitam a sustentação dessa estratégia. Nesse sentido, problemas como inflação, taxas de juros elevadas etc. conspiram contra a construção de um cenário favorável a esse crescimento. O Brasil deveria colocar para si como objetivo, nos próximos anos, atingir a categoria de “grau de investimento”, com a qual daria um salto no *ranking* de avaliação de preferências dos investidores internacionais e diminuiria drasticamente o custo do capital no país. Para isso, é importante que, ano após ano, o país exiba, a partir de 2004, índices declinantes de:

- inflação;
- déficit público;
- coeficiente dívida pública/PIB; e
- coeficiente dívida externa líquida/exportações de bens.

Se isso ocorrer, a combinação de resultados favoráveis nesses indicadores deverá se traduzir em reduções sucessivas

das taxas de juros, pela própria ação do mercado. No campo da inflação, a estratégia requer causar uma inflexão na taxa de inflação (IPCA) em 12 meses, que após atingir 17% no segundo trimestre de 2003 já começou a declinar. Isso posto, uma estratégia que contemple uma taxa de juros real (Selic) de aproximadamente 9% em 2004 – utilizando o IPCA como deflator –, caindo para algo em torno de 7% a 8% em 2005 e 6% a 7% em 2006, apresenta-se como viável e é consistente com um quadro de crescimento moderado, como o que se espera nos próximos anos.

No caso do déficit público, que no ano passado foi ainda elevado, atingindo em torno de 5% do PIB, o objetivo deve ser chegar a algo em torno de 3% do PIB até o final do atual governo e a níveis muito modestos ou – preferencialmente – que se aproximem mais do equilíbrio até o fim da década. Isso requer conservar o superávit primário em torno de uma média de 4% do PIB durante vários anos, o que, combinado com o impacto benéfico disso sobre os investidores, contribuiria para reduzir a carga de juros e causar um círculo virtuoso de queda dos juros e do déficit. Assim, a despesa nominal de juros, que foi de 9% do PIB em 2002, poderia cair para aproximadamente 4% a 5% do PIB em 2010.

Nesse cenário, é natural que a dívida pública ceda, a partir de 2004, uma vez que o déficit operacional seria modesto e que o crescimento do PIB faria diminuir gradualmente a relação dívida pública/PIB. Desse modo, a dívida, que era de 30% do PIB em 1994 e aumentou até 57% do PIB em 2002, poderia cair para 45% a 50% do PIB até o final da década.

Por último, a relação dívida externa líquida/exportações deverá naturalmente continuar a trajetória de queda iniciada em 1999 e retratada na Tabela 1, pois, em um contexto de relativo equilíbrio do resultado em conta corrente e de ingresso de capitais na forma de investimento direto, a tendência deverá ser que o Banco Central acumule reservas e ou pague dívidas, diminuindo assim o numerador daquela fração, ao mesmo tempo que as exportações aumentam, fazendo, portanto, cair a referida razão.

Em tal cenário, o quadro macroeconômico poderá ser potencialmente favorável à obtenção de taxas de crescimento mais robustas, embora ainda modestas no período 2003-2006, devido ao crescimento baixo de 2003, mas crescentes ao longo do tempo, se a vulnerabilidade externa dos últimos anos tiver sido claramente superada.

5. O Futuro: qual É o Alvo?

O imaginário coletivo, no meio político brasileiro, considera que o Brasil deveria voltar a crescer a taxas idealmente da ordem

de 7%, com o argumento de que esse número corresponderia à taxa *histórica* do país. Há alguns fortes argumentos, ligados especificamente à nossa história, que recomendam certa prudência no tratamento dessa questão. Em primeiro lugar, não há antecedentes no país de taxas de crescimento extremamente elevadas que não tenham deixado seqüelas que dificultaram a continuidade do processo de crescimento, o que se aplica particularmente à situação no final dos anos JK – lembrança sempre presente na mística do desenvolvimento local. Em segundo, há quatro ou cinco décadas, a população brasileira crescia a taxas da ordem de 3% a.a., o que significa que o crescimento da renda *per capita*, associado a uma certa taxa de expansão da economia nos anos 50, é similar ao que se pode ter hoje com um incremento do PIB em 200 pontos inferior, uma vez que a população caminha para um crescimento da ordem de 1% a.a. Finalmente, o baixo crescimento posterior a 1980 diminuiu a própria taxa histórica: desde que existem estatísticas oficiais do PIB no Brasil, depois de 1947, a taxa de crescimento tinha sido, na média, de 7,5% a.a. no período 1948-1980, mas caiu para 5,3% na média de 1948-2002.⁶

Há, além disso, razões ligadas à experiência de outros países que também tendem a desautorizar exercícios excessivamente otimistas acerca do potencial de crescimento do país com metas de 5% a.a. ou mais, por exemplo. Situações em que os países crescem a taxas elevadas recebem geralmente o nome de *milagre* exatamente pelo fato de que são pouco comuns. As Tabelas 7 e 8 ajudam a ilustrar essa discussão. Nelas foi selecionado um conjunto de países que (i) correspondem a outros casos de *milagres*, notadamente os asiáticos; (ii) são nações há três ou quatro décadas subdesenvolvidas e que se juntaram à lista dos desenvolvidos no contexto da integração européia; ou (iii) formam parte da América Latina. A Tabela 7 mostra os *picos* de médias de crescimento em períodos de cinco e 10 anos e as taxas de crescimento nos mesmos períodos imediatamente subsequentes, enquanto a Tabela 8 apresenta as médias de crescimento por décadas. Os dados referem-se ao período pós-1960.

Os traços mais importantes revelados pela Tabela 7 são os seguintes:

- De modo geral, muitos dos casos de picos de crescimento por períodos não meramente episódicos ocorreram nos anos 60 e 70: não só o *milagre* brasileiro data da época, mas também os da Coreia do Sul, da Indonésia e do Japão e dos demais países europeus e latino-americanos selecionados.
- Com exceção dos anos mais recentes e do Japão, onde o esforço de reconstrução no pós-guerra facilitou a

6 Como nesses 55 anos o crescimento da população foi de 2,3% a.a., ela corresponde a um aumento médio da renda *per capita* de 2,9% a.a. nas mesmas cinco décadas e meia.

Tabela 7
Picos de Taxas Médias de Crescimento por Período –
1961-2000
(Em % a.a.)

País	5 Anos		10 Anos	
	Média Máxima	5 Anos Posteriores	Média Máxima	10 Anos Posteriores
Argentina	6,1 (1965-1969)	4,3	5,2 (1965-1974)	0,2
Brasil	11,4 (1969-1973)	6,7	9,5 (1968-1977)	3,8
Chile	8,7 (1991-1995)	4,1	7,9 (1988-1997)	n.d.
China	12,1 (1992-1996)	7,9	10,7 (1984-1993)	8,8
Cingapura	13,4 (1968-1972)	8,5	11,5 (1965-1974)	8,0
Coréia do Sul	12,5 (1966-1970)	8,0	10,6 (1968-1977)	7,4
Espanha	8,9 (1961-1965)	6,2	7,6 (1961-1970)	3,6
Filipinas	6,5 (1973-1977)	4,6	5,9 (1971-1980)	1,7
Grécia	8,2 (1969-1973)	3,7	7,6 (1961-1970)	4,7
Índia	6,6 (1994-1998)	n.d.	6,6 (1987-1996)	n.d.
Indonésia	8,3 (1970-1974)	7,0	8,1 (1972-1981)	5,4
Japão	12,7 (1964-1968)	8,4	11,7 (1961-1970)	4,6
Malásia	9,6 (1992-1996)	2,8	9,3 (1988-1997)	n.d.
México	7,9 (1964-1968)	6,8	7,4 (1964-1973)	4,9
Portugal	7,4 (1969-1973)	2,3	7,4 (1964-1973)	2,5
Tailândia	10,9 (1987-1991)	8,1	9,5 (1987-1996)	n.d.

Fonte: International Financial Statistic Yearbook, *FMI*.
n.d.: *Não-disponível*.

obtenção de consensos nacionais, alguns dos casos de expansão acelerada dos países asiáticos nos últimos 40 anos se caracterizaram por um contexto político autoritário que favoreceu a criação de “condições de laboratório” para a expansão econômica, pelo esmagamento dos conflitos inerentes a uma sociedade democrática.

- Os países estão ligados ao contexto regional em que se inserem: se a periferia europeia se beneficiou da expansão nos anos 60 e 70, foi porque essas nações comercializavam muito entre si e com o resto de uma Europa Ocidental também em expansão; analogamente, se os países asiáticos, de modo geral, cresceram muito nas últimas décadas, foi em parte porque eles estavam cercados por países que também cresciam muito. É difícil ter uma expansão acentuada em um contexto em que a região que cerca o país passa por grandes dificuldades.⁷
- O denominador comum da grande maioria das experiências de *boom* é que se tratava de países com uma renda

⁷ Isso não se relaciona estritamente a um “efeito-vizinhança”, e sim à composição do comércio externo, que está naturalmente ligada à geografia. Parece evidente que, se um país exporta x% das suas vendas externas a vizinhos que compõem uma região do mundo estagnada, ele tem mais dificuldades para crescer do que um outro país que exporta a mesma fração para economias que, por sua vez, crescem 8% ou 10% a.a.

muito baixa, o que favorecia as possibilidades de uma forte expansão inicial, pela existência de uma expressiva demanda insatisfeita. Esse foi o caso do próprio Brasil no passado, mas também da Coréia do Sul e da Indonésia nos anos 60 e 70 ou de países como Portugal, Espanha e Grécia nos primórdios da integração europeia.

- Situações de *boom* são difíceis de sustentar por muito tempo: após alguns anos de crescimento acelerado, é difícil conservar o ritmo, seja pelo surgimento de problemas e ou pelo fato de a maior parte da demanda insatisfeita inicial por bens de consumo ter sido saciada.⁸
- Por esse motivo, países que passaram por uma fase de *boom* têm dificuldades de voltar a passar pelo mesmo fenômeno, ou seja, casos de *boom* em um mesmo país em períodos afastados do tempo não são comuns.
- Na maioria dos países, as taxas de crescimento posteriores a 1980 foram inferiores às de 1961-1980.

Esse último ponto fica mais claro na Tabela 8. Nela pode ser visto também que, na *performance* posterior a 1980 na América Latina, destaca-se o caso do Chile. Vale fazer a ressalva, porém, de que, embora a taxa máxima de crescimento desse país em um período de dez anos tenha sido entre 1987 e 1997, nos cinco anos de 1998 a 2002 o crescimento foi muito inferior, de apenas 2,3% a.a. na média dessa época. Nos 20 anos de 1981 a 2000, o crescimento médio do Brasil foi de apenas 2,1% a.a., mas ele foi superior ao da Argentina (1,5% a.a.) e não muito distante dos 2,7% a.a. do México, sinal de que o contexto regional exerce uma influência importante. É interessante, a propósito, registrar que, sendo um país voltado para o Pacífico, o crescimento do Chile nos anos 1988-1997 foi muito influenciado pelo *boom* de muitas economias asiáticas no período, assim como seus problemas posteriores também estiveram associados à crise dessas mesmas economias após 1997.

A Tabela 9 permite extrair algumas conclusões e avaliar melhor as perspectivas que pode ter o Brasil nos próximos anos. À luz do que foi dito, essa avaliação não pode deixar de levar em conta que o Brasil está cercado por países que apresentam problemas importantes; que nós já passamos historicamente por uma fase de *boom* no passado; que não há o tipo de demanda

8 Alguns países asiáticos foram ou são uma exceção a isso, mas tal em parte se explica pelo fato de terem começado os seus respectivos processos de expansão sendo totalmente miseráveis, o que permitiu a obtenção de taxas de crescimento elevadas por muito tempo, no bojo de políticas adequadas. Países pobres ou de renda média, como o Brasil de hoje, nesse sentido, têm menos “chão pela frente” para uma expansão a taxas de 7% ou 8% a.a. durante muitos anos. É claro, de qualquer forma, que ter renda *per capita* ínfima não é condição suficiente para crescer muito (nesse caso, o Haiti estaria tendo um *boom*!).

Tabela 8
Taxas de Crescimento – Médias Anuais
(Em % a.a.)

<i>País</i>	<i>1961-1970</i>	<i>1971-1980</i>	<i>1981-1990</i>	<i>1991-2000</i>
Argentina	3,0	2,4	-1,1	4,1
Brasil	6,2	8,7	1,6	2,7
Chile	4,2	2,2	3,1	6,4
China	4,0	6,0	9,3	10,1
Cingapura	9,2	9,0	7,1	7,8
Coréia do Sul	9,5	7,5	8,7	6,1
Espanha	7,6	3,6	3,0	2,5
Filipinas	5,2	5,9	1,7	2,8
Grécia	7,6	4,7	1,5	2,3
Índia	3,8	3,0	5,8	5,5
Indonésia	3,8	8,0	5,5	3,9
Japão	11,7	4,6	4,1	1,3
Malásia	n.d.	8,0	6,0	7,0
México	7,0	6,6	1,9	3,5
Portugal	6,6	4,7	3,2	2,9
Tailândia	7,9	6,7	7,9	4,4

Fonte: International Financial Statistic Yearbook, *FMI*.
n.d.: *Não-disponível*.

Tabela 9
Taxas Médias de Crescimento da Economia Brasileira
(Em % a.a.)

<i>Período</i>	<i>PIB</i>	<i>População</i>	<i>Renda per Capita</i>
1951-1960	7,4	3,0	4,3
1961-1970	6,2	2,9	3,2
1971-1980	8,7	2,5	6,0
1981-1990	1,6	2,0	-0,4
1991-2000	2,7	1,4	1,3
2001-2010 ^a	3,0	1,2	1,8

Fonte: Para 1951-2000, *IBGE*.

^a Supondo uma taxa média de crescimento do PIB de 2,9% a.a. durante 2003-2006 e de 4% a.a. durante 2007-2010.

reprimida que existia em países miseráveis, como eram a Coréia do Sul ou a Indonésia no início das suas respectivas fases de expansão; e que o mundo de hoje é muito diferente daquele dos anos 70, quando vivenciamos o *milagre*.

Se no governo 2003-2006 o crescimento da economia no conjunto dos quatro anos for de 2,9% a.a. e no período 2007-2010 atingir uma taxa de 4% a.a., a média da década poderá ser considerada por muitos ainda baixa (3% a.a.).⁹ Entretanto, cabe ponderar que:

9 Admitimos um crescimento da economia de 0,3% em 2003; 3,3% em 2004; e 4% a.a. em 2005 e 2006.

-
- a) o crescimento de 2003-2006 seria influenciado pela taxa baixa de 2003; se essa for de 0,3%, isso é consistente com ter uma média de 3,8% a.a. nos três anos de 2004-2006;
 - b) haveria uma melhora progressiva do crescimento, que seria superior durante 2003-2006 à média dos anos 1995-2002 e durante 2007-2010 em relação a 2003-2006; e
 - c) nos quatro anos 2007-2010, com um crescimento da economia de 4% a.a., o aumento da renda *per capita* seria de 2,8% a.a. Essa taxa não ficaria muito distante do crescimento da renda *per capita* no Brasil nos anos 60 (3,2% a.a.) e da média de aumento da renda *per capita* desde que foram criadas as Contas Nacionais no Brasil (2,9% a.a.).

6. A Questão da Poupança

O objetivo de ter uma taxa de investimento maior do que a dos últimos anos exige um aumento dos níveis de investimento da economia, dos aproximadamente 18% do PIB estimados no ano em curso para uma meta que, realisticamente, poderia ser situada em torno de 20% do PIB no final do atual governo (2006) e de 22% do PIB no final da década.¹⁰

O aumento da taxa de investimento terá que estar intrinsecamente associado ao aumento da taxa de poupança da economia (Tabela 10). Incrementar a poupança doméstica, por sua vez, implica elevar a poupança do governo e a do setor privado. A primeira poderá ser maior no futuro em virtude da menor carga de juros do governo. Já o incremento da poupança das famílias terá de ter como contrapartida, por definição, uma redução do coeficiente consumo das famílias / PIB (ver Tabela 11, complementar à Tabela 3).

Um ponto importante a frisar é que dificilmente esse processo de elevação da poupança irá ser consequência de um aumento exógeno de tipo keynesiano do gasto que eleve a renda e acarrete uma capacidade maior de poupança das famílias. Isso porque, para que tal fosse viável, seria necessário contar com uma abundante capacidade ociosa. Nesse sentido, porém, embora o indicador tradicional de utilização da capacidade instalada do Ibre-FGV (Instituto Brasileiro de Economia, da Fundação Getúlio

10 Idealmente, seria desejável ter uma taxa de poupança maior, mas, partindo do suposto de que o desejo de uma taxa de investimento maior deve ser combinado com a pressão social por aumentar os níveis de consumo, uma rápida elevação da poupança teria de ter como contrapartida uma contenção do consumo, em termos absolutos, que não parece viável de operacionalizar politicamente.

Tabela 10
Brasil: Poupança Agregada
(Em % PIB)

Ano	FBKF	Poupança Externa	Poupança Doméstica			Poupança Total
			Governo	Privada	Total	
1971-1975	21,7	3,9	6,3	11,5	17,8	21,7
1976-1980	22,4	4,0	4,8	13,6	18,4	22,4
1981-1985	20,8	2,8	1,4	16,6	18,0	20,8
1986-1990	23,0	0,4	0,7	21,9	22,6	23,0
1991-1995	19,4	0,3	2,2	16,9	19,1	19,4
1996-2000	19,4	4,0	-3,5	18,9	15,4	19,4
2001	19,5	4,5	-1,9	16,9	15,0	19,5
2002	18,7	1,8	n.d.	n.d.	16,9	18,7

Fontes: Para a poupança total – igual à FBKF –, IBGE. A poupança externa é igual ao déficit em conta corrente apurado pelo Banco Central, calculando-se o PIB em dólares em função da taxa de câmbio média do ano. No caso da poupança do governo, até 1985 (inclusive) adotou-se o dado de Varsano (1996, Tabela 11.1), que desconta o componente de correção monetária da despesa de juros e se baseia nas Contas Nacionais do IBGE. A partir de 1986 (inclusive), adotou-se a fórmula poupança do governo = investimento do governo – necessidades de financiamento do governo central e estados e municípios, em que o investimento apurado é feito pelo IBGE e as necessidades de financiamento, pelo Banco Central. Até 1995 (inclusive), as necessidades de financiamento referem-se ao conceito operacional e, a partir daí, ao conceito nominal.
n.d.: Não-disponível.

Tabela 11
Composição do PIB a Preços Correntes
(Em % PIB)

Ano	Consumo			FBKF	Variação dos Estoques	Saldo das Transações com o Exterior ^a	Total
	Governo	Famílias	Total				
1994	17,9	59,6	77,5	20,8	1,3	0,4	100,0
1995	19,6	59,9	79,5	20,5	1,8	-1,8	100,0
1996	18,5	62,5	81,0	19,3	1,6	-1,9	100,0
1997	18,2	62,7	80,9	19,9	1,6	-2,4	100,0
1998	19,1	61,9	81,0	19,7	1,5	-2,2	100,0
1999	19,1	62,3	81,4	18,9	1,2	-1,5	100,0
2000	19,1	60,9	80,0	19,3	2,2	-1,5	100,0
2001	19,2	60,6	79,8	19,5	1,7	-1,0	100,0
2002	19,3	59,3	78,6	18,7	0,6	2,1	100,0

Fonte: IBGE, Contas Nacionais.

^a Refere-se a bens e serviços não-fatores.

Vargas) tenha sido de 79% na média de 2002, cabe lembrar que o máximo registrado nesse indicador nos últimos 25 anos foi 84% em 1980, quando o espaço para crescimento adicional era muito restrito. Admitindo-se que, na prática, o máximo de utilização seja de 85%, normalizando-se esse valor para 100% e supondo-se uma utilização de capacidade ligeiramente inferior em 2003 em relação a 2002, dividindo-se 78 por 85, pode-se concluir que a margem efetiva de ocupação, arredondando-se os números para 2003, seria de 92%.

Chegamos, então, à essência do ponto macroeconômico que se deseja enfatizar: crescer mais implica identificar mecanismos que induzam voluntariamente os indivíduos a abrirem mão de uma parcela maior de seu consumo – em relação à parcela atualmente utilizada – em troca de um benefício futuro. Em outras palavras, crescer mais exige diminuir a propensão marginal a consumir, o que condiciona parcialmente a intensidade das políticas distributivas, que tendem a ter um efeito contrário a esse objetivo. Em conseqüência, será preciso identificar mecanismos através dos quais os indivíduos sejam estimulados a agir nesse sentido, reduzindo a proporção de sua respectiva renda que alocam para o consumo e ampliando a fração que se destina à poupança. Esse delta de poupança, devidamente canalizado pelos mecanismos regulares do mercado financeiro, permitiria dispor de um maior financiamento para a realização de investimentos. Para isso, será necessário induzir os indivíduos a agirem da forma pretendida. A pergunta então é: o que leva as pessoas a pouparem mais, em vez de consumir? A resposta é:

- i) a intenção de adquirir uma casa própria;
- ii) a precaução ligada à preparação para uma futura aposentadoria; e ou
- iii) o desejo de se beneficiar de uma capacidade maior futura de consumo, pela rentabilidade de uma aplicação.

O primeiro mecanismo é a formação de poupança para a aquisição de casa própria, seja mediante a geração de um valor previamente acumulado para dar a entrada no imóvel, seja para o pagamento de prestações da moradia adquirida. Trata-se de um instrumento vastamente utilizado na maioria das economias avançadas, com grande sentido social e um forte poder efetivo de criação de poupança, entendida como abstenção de consumo presente. Nos Estados Unidos, isso, combinado com um esquema adequado de garantias jurídicas, permite que se desenvolva um vasto mercado de dívida (*mortgages*), que é um dos baluartes do capitalismo desse país.

O segundo mecanismo é a poupança para fins de aposentadoria. Isso implica adotar os incentivos adequados para que os indivíduos poupem um percentual x de sua renda, para ter condições de conservar certos níveis de consumo após sua passagem para a inatividade. No caso brasileiro, trata-se de um tema ligado à previdência social e ao fortalecimento dos fundos de pensão, envolvendo questões legislativas que já estão na agenda de debates do país.

Finalmente, o terceiro mecanismo está associado ao fortalecimento do mercado de capitais ou à utilização de algum mecanismo de aplicação financeira, em ambos os casos implicando um diferimento de consumo presente para o futuro, em função de uma expectativa de rentabilidade do papel adquirido. Se um

indivíduo opta por destinar parte de seus recursos à aquisição de um título ou de uma ação, em vez de sua utilização para consumo, a canalização de tais recursos através do sistema financeiro para o financiamento do empreendimento dos investidores permite ampliar a capacidade de mobilização de recursos e elevar simultaneamente a renda, o investimento e a poupança. No caso do mercado de capitais, como se sabe, essa modalidade de captação de recursos do público é particularmente importante nos Estados Unidos.

7. Elementos de uma Estratégia Gradualista

Um dado importante a levar em consideração no traçado de uma estratégia de crescimento econômico para os próximos anos é saber qual é o ritmo exigido de crescimento do investimento. Se, para viabilizar a estratégia, for necessário que a formação bruta de capital fixo (FBKF) tenha uma expansão de, por exemplo, 10% a.a., o desafio pode ser significativo. Já se ela tiver de crescer apenas 5% a.a., obviamente os efeitos serão muito diferentes. Para avaliar isso, construímos a Tabela 12, gerada a partir de uma estimativa de utilização inicial de capacidade de 92% do produto potencial em 2003 e de uma taxa de investimento de 18% do PIB. Adotamos então as equações

$$K_t = K_{t-1} \cdot (1-d) + I_t \quad (1)$$

e

$$PIBPOT_t = K_t / c \quad (2)$$

em que K é o estoque de capital da economia, I é o investimento, $PIBPOT$ é o produto potencial, o símbolo $(t-1)$ indica a defasagem de um período e d e c são, respectivamente, o coeficiente de

Tabela 12
Cenário para a Recuperação da Taxa de Investimento
(Índice do Produto Potencial de 2003=100)

Ano	FBKF (% do PIB)	Índice do PIB	Crescimento do PIB (%)	Índice do Produto Potencial	Ocupação de Capacidade (%)	Crescimento da FBKF (%)
2003	18,0	92,0	0,3	100,0	92,0	-5,0
2004	18,5	95,0	3,3	101,9	93,2	6,2
2005	19,0	98,8	4,0	104,0	95,0	6,8
2006	19,5	102,8	4,0	106,7	96,3	6,7
2007	20,0	106,9	4,0	109,4	97,7	6,7
2008	20,5	111,2	4,0	112,7	98,7	6,6
2009	21,0	115,6	4,0	116,3	99,4	6,5
2010	21,5	120,3	4,0	120,3	100,0	6,5

Fonte: *Elaboração própria (ver texto).*

depreciação e a relação capital/produto potencial, sendo $d = 0,04$ – ou seja, a vida útil do capital é de 25 anos – e $c = 3,0$.¹¹ A partir das hipóteses de crescimento do PIB explicitadas na tabela e de que a taxa de investimento se eleve em 0,5% do PIB por ano, tem-se o investimento e, portanto, os níveis de capital e de produto potencial definidos por (1) e (2), sendo possível calcular também o grau de utilização de capacidade.

Embora simples, o exercício contempla parâmetros realistas e hipóteses que nos parecem razoáveis acerca do crescimento do PIB. Observe-se, então, que na última coluna tem-se a taxa de crescimento requerida do investimento para viabilizar tal cenário e ela aponta para uma necessidade de crescimento médio dessa variável de 3,5% a.a. durante os quatro anos de 2003 a 2006 e de 6,6% a.a. durante 2007-2010.¹² Nesse exercício, foi suposto que a taxa de crescimento do PIB aumentaria para 4% a.a. na segunda metade da década, notando-se que, nesse caso, em 2010 a economia brasileira atingiria a plena utilização de capacidade, mas com o produto potencial crescendo apenas 3% a.a. durante 2007-2010, 3,3% a.a. no biênio 2009-2010 e 3,4% em 2010. Portanto, o crescimento do PIB a partir de 2011 teria provavelmente que ceder para algo em torno de 3,5% a.a.

Basicamente, o que se quis mostrar com o exercício foi que:

- a) o crescimento da economia postulado para os próximos anos não exige uma taxa de crescimento do investimento demasiadamente elevada; e
- b) crescer a taxas maiores parece inviável, a não ser que o investimento aumente mais ainda, o que requer que se indique como financiar esse objetivo.

8. O Papel das Reformas

A estratégia de crescimento a ser perseguida pelo Brasil nos próximos anos deve contemplar o objetivo de atingir a categoria de *investment grade* (grau de investimento) em algum momento até o final da década. Isso passa pela redução do risco-país, para o que é importante evitar que ressurgam o tipo de incerteza como a que foi verificada por ocasião do processo eleitoral de 2002. Nesse sentido, a eventual concessão de autonomia operacional formal ao Banco Central através de legislação específica visaria isolar a condução da política monetária do ciclo político, permitindo que as transições de governo se processas-

11 A depreciação de 4% foi estimada por Carvalho (1996). O coeficiente de 3 para a relação capital/produto é um número muito utilizado nesse tipo de exercício, feito nos últimos 20 anos no Brasil.

12 No triênio 2004-2006, porém, ou seja, desconsiderando-se o resultado esperado de 2003, o investimento teria que crescer a uma taxa média de 6,6% a.a.

sem de modo suave e sem grandes focos de incerteza ou descon-
tinuidades significativas de política. Isso contribuiria, a longo
prazo, para reduzir o risco-país e a taxa de juros.

A segunda reforma importante que o país deve aprovar é
a tributária, pela possibilidade de ela abrir caminho para uma
melhora de competitividade dos produtos brasileiros, devido à
redução da incidência de cumulatividade. Essa última tem feito
que um conjunto de contribuições – de elevada arrecadação –
onere pesadamente os produtos brasileiros, o que estimula as
importações – sobre as quais não incidem tais modalidades
tributárias – e incrementa o preço das exportações. A substituição
de impostos cumulativos por outros baseados no conceito de valor
adicionado e, eventualmente, a eliminação ou redução significa-
tiva de alguns deles – como pode ser o caso da CPMF – seriam
uma forma de fazer que a continuidade de saldos elevados na
balança comercial não dependesse tanto de ter uma taxa de
câmbio muito depreciada.

Por último, a reforma da previdência social é fundamental
para evitar o surgimento de pressões futuras sobre o resultado
fiscal do setor público. A rigor, dado o nível de superávit primário
das contas consolidadas, da ordem de 4% do PIB, que foi atingido
recentemente, a sua manutenção durante alguns anos poderá ser
suficiente para atingir uma trajetória declinante da relação dívida
pública/PIB. Entretanto, se as regras de aposentadoria não mu-
darem, a deterioração do resultado primário da previdência social
atenuará o resultado positivo do Tesouro Nacional, compro-
metendo a possibilidade de preservação do superávit total naque-
les níveis.¹³ A razão disso pode ser entendida à luz da Tabela 13.

A tabela mostra que o peso da população idosa irá aumen-
tando progressivamente ao longo dos próximos 20 anos. De fato,
na década atual e na próxima, espera-se que a população total
cresça a uma taxa de aproximadamente 1,1% a.a., enquanto a
parcela acima de 60 anos deverá aumentar a uma taxa de 3,7% a.a.

Tabela 13
Brasil: Composição da População

	% da População Total			Crescimento 2001-2020 (% a.a.)
	2000	2010	2020	
Total	100,0	100,0	100,0	1,1
Até 59 anos	92,1	90,4	87,0	0,8
≥ 60 anos	7,9	9,6	13,0	3,7
≥ 75 anos	1,6	2,2	3,0	4,3
≥ 80 anos	0,7	1,0	1,5	4,9

Fonte: IBGE, Anuário Estatístico.

13 Por este ser um texto genérico e não um trabalho específico sobre a previdência social, o tema não é tratado com mais detalhes. Para uma discussão exaustiva desse ponto, ver Castro e Giambiagi (2003).

A legislação vigente até 2003 era muito benevolente em relação a algumas categorias sociais específicas. Os servidores públicos, por exemplo, podiam se aposentar com a remuneração de final de carreira, sem qualquer tipo de desconto em caso de aposentadoria precoce, contrariamente àqueles que o fazem pelo INSS, sujeitos às regras do “fator previdenciário”, isto é, com base na sua média contributiva – e não no *pico* – e com um desconto em caso de aposentadorias muito precoces.

Essas questões vêm sendo parcialmente contempladas no projeto de reforma da previdência social, em discussão no Congresso Nacional. Há outros pontos a tratar, porém, que dizem respeito a regras que privilegiam caracteristicamente a classe média que se aposenta pelo INSS e que ainda não estão presentes na agenda de debates do país. Tais privilégios se relacionam com a continuidade da vigência da figura da aposentadoria por tempo de contribuição (ATC), que, mesmo com o fator previdenciário, permite a aposentadoria, sem nenhum tipo de desconto, a idades em que em outros países os indivíduos ainda teriam de contribuir durante vários anos. Por exemplo, um homem que tenha começado a trabalhar aos 20 anos, poderá se aposentar aos 57, sem qualquer tipo de desconto, mesmo com a vigência do fator previdenciário, enquanto na grande maioria dos países ele teria de esperar até completar 65 anos. No caso das mulheres, isso é ainda mais grave. O resultado é que em 2001, mesmo com o fator previdenciário vigente, 43% do fluxo de novas aposentadorias urbanas concedidas por tempo de contribuição a pessoas do sexo feminino foram concedidas antes dos 50 anos de idade e 78% antes dos 55 anos, enquanto no caso do sexo masculino tais proporções foram de 34% e 66%, respectivamente. A ATC representa, portanto, uma figura jurídica que onera pesadamente as contas do INSS e que privilegia tipicamente a classe média, que pode se aposentar cinco ou dez anos antes do que teria de fazê-lo em quase todos os outros países do mundo, deixando, assim, de contribuir e passando a receber o benefício.

Isso é uma questão relevante não apenas do ponto de vista fiscal, como também na discussão da distribuição de renda, pois é um despropósito que um país com as carências sociais do nosso destine uma proporção importante do gasto público à sustentação de aposentados da classe média, que não precisam desses recursos.¹⁴ Naturalmente, os direitos adquiridos devem ser res-

14 Em um ensaio sobre as raízes da desigualdade, Engerman e Sokoloff afirmam que, “(...) em sociedades que começaram com extrema desigualdade, as elites foram capazes de estabelecer uma base legal que lhes assegurou uma fração desproporcional de poder político e de usar essa influência para definir regras, leis e outras políticas públicas, que lhes deram maior acesso às oportunidades econômicas, comparativamente ao resto da população, contribuindo assim para a persistência de um alto grau de desigualdade” (Engerman e Sokoloff, 2002, p. 17-18, tradução nossa). A frase se aplica como uma luva à sustentação da ATC, sempre preservada em nome dos supostos interesses das classes desfavorecidas, mas que a rigor beneficia tipicamente a classe média – à qual pertence a maioria dos parlamentares, justamente os responsáveis pela elaboração das leis.

peitados, mas é importante que, mais cedo ou mais tarde, a extinção da ATC – de modo que os indivíduos só possam se aposentar por idade, como em quase todos os países do mundo – entre na agenda do país.

9. O Potencial do Mercosul

Na perspectiva de uma melhora gradual das respectivas economias, do processo de integração crescente do México ao Nafta e de que até o final da década a atual zona do euro, com 12 países, se amplie para 20 a 25 nações, um projeto de desenvolvimento brasileiro teria de contemplar uma intensificação dos esforços integracionistas com o Mercosul, eventualmente implicando uma unificação monetária em um primeiro momento com a Argentina e posteriormente com os demais países da região. É importante destacar que o interesse do Brasil nesse projeto independe do destino das negociações da Alca. Isso porque, se essas se frustrarem, o país terá de procurar um espaço específico de inserção na economia mundial e, nesse sentido, uma aliança estratégica com a Argentina pode se revelar a alternativa mais adequada. Alternativamente, se as negociações chegarem a bom termo, o país terá muito a ganhar caso haja uma ampliação do mercado mediante a formação de um efetivo mercado comum, como parte do esforço de incremento da competitividade, associado à possibilidade de ter de concorrer daqui a alguns anos diretamente com os produtos importados dos Estados Unidos.

O ponto fundamental a ressaltar é que o país só terá a ganhar se, no contexto de um esforço conjunto de especializações intra-setoriais, a ser definido pelos respectivos setores privados de cada país, Brasil e Argentina unificarem os seus mercados e cada setor se defrontar com a possibilidade de ampliar em escala significativa as suas vendas. Embora hoje formalmente essa possibilidade já exista no interior da área de livre-comércio da região, o fato é que a volatilidade da taxa de câmbio bilateral entre os países dificulta as possibilidades de formação desse mercado comum e inibe o potencial de atração de investimentos da região. Com um mercado efetivamente unificado no bojo de uma integração monetária, tanto os dois países se beneficiarão das possibilidades de ampliação das respectivas escalas de produção das suas plantas, com uma especialização crescente, como essa característica potencializará a capacidade de uma e outra economia atraírem novos capitais para a localização de futuros investimentos, com vistas à fabricação na região como base para a exportação a terceiros países.

Nada disso impede, é bom que se diga, esforços no sentido de que o país se integre mais ao mercado mundial. Se a Alca fracassar, terá sido independentemente da opção que o Brasil faça

acerca do Mercosul. E, se a negociação para a formação da Alca for concluída com êxito, será porque, por definição, essa integração com o mercado mundial será plena, já que a tarifa de importações diante dos Estados Unidos será *zerada* em algum momento da década de 2010.

Uma ambiciosa meta como a que está sendo aqui contemplada requer, obviamente, passos intermediários firmes no sentido de viabilizá-la. A lista de deveres é longa e inclui itens como a convergência macroeconômica; a harmonização das legislações tributária, trabalhista e de mercado de capitais; a definição de regras comuns para a defesa da concorrência; controles fitossanitários etc. Além disso, obviamente, requer que os países envolvidos tenham atingido previamente certa estabilidade macroeconômica, em especial mediante a observação de uma inflação baixa e contas públicas sob controle. Entretanto, o que se postula aqui é aproveitar e reforçar esses condicionantes, utilizando-se da maior semelhança entre os respectivos quadros macroeconômicos para avançar na integração e, ao mesmo tempo, criar um esquema de disciplinas mútuas, na forma de um tratado internacional que reforce, em caráter permanente, o compromisso com o controle da inflação e com o equilíbrio fiscal.

Se essa situação for atingida, será significativo o potencial de crescimento, associado a uma região que seria caracterizada pela referida estabilidade; pela existência de um mercado da ordem de US\$ 700 bilhões a US\$ 800 bilhões; por uma importante proporção da população ávida por expandir seus níveis de consumo; e pela ausência total e absoluta de qualquer conflito étnico, religioso, cultural, histórico ou de fronteiras. Nesse sentido, a possibilidade de uma aliança estratégica com a Argentina para a definição de um projeto comum representaria uma decisão crucial para o futuro brasileiro, similar em importância à opção pela estratégia substitutiva de importações, décadas atrás, ou pelo binômio privatização-abertura comercial, em 1990.

10. Uma Estratégia de Redução da Dependência Externa

Ao longo dos últimos anos, verificaram-se algumas circunstâncias da realidade brasileira e mundial que deveriam condicionar a decisão acerca da estratégia de desenvolvimento a ser seguida pelo Brasil. Em primeiro lugar, as necessidades de financiamento, da ordem de US\$ 50 bilhões/ano (computados a soma de déficit em conta corrente e o fluxo de amortizações), levaram o país a ter de fazer novos acordos com o FMI em 2001, para vigorar em 2002, e em 2002, para implementação em 2003, o que tendeu a se refletir na capacidade de manobra das autoridades na definição de políticas.

Em segundo lugar, os acontecimentos dramáticos vivenciados na Argentina durante 2001-2002 mostraram as consequências extremamente negativas que podem advir de uma situação em que se combinam elevadas necessidades de financiamento externo com dificuldades de diálogo com o FMI.

Por último, o conflito do Iraque modificou certas características da geopolítica mundial, realçando o unilateralismo dos Estados Unidos. Nesse contexto, é particularmente conveniente para o Brasil diminuir a exposição a um fluxo de capitais internacional que, além de ser volátil, pode em determinadas circunstâncias estar condicionado às determinações da principal potência mundial, cuja propensão a adotar enfoques baseados na cooperação pode ser menor do que foi, por exemplo, nos anos do governo Clinton.

Em outras palavras, para que possa ampliar seu raio de manobra no concerto das nações, o Brasil deve minimizar a sua dependência em relação aos fluxos de capitais do exterior. Em particular, parece importante, no decorrer da década, implementar uma estratégia de longo prazo que leve a uma redução da vulnerabilidade externa. Isso significa, basicamente:

- ter como objetivo de política obter uma redução sistemática, ao longo dos anos, do coeficiente dívida externa líquida / exportações de bens, com base em um déficit em conta corrente muito reduzido ou até mesmo nulo; e
- eliminar, até o final da década, a exposição da dívida pública (interna e externa) ao câmbio.

Concretamente, esse último ponto implica que, nos próximos anos, o governo deveria:

- a) reduzir gradualmente a proporção de títulos cambiais na composição da dívida interna, no limite promovendo a substituição integral desses títulos, em um prazo de cinco a oito anos, por títulos indexados à taxa Selic e aos índices de preços e por títulos prefixados;
- b) reduzir a dívida externa bruta do Tesouro Nacional, promovendo o lançamento de novos bônus em valores inferiores aos dos vencimentos;
- c) pagar a dívida externa com o FMI, nos prazos previstos; e
- d) iniciar um processo de acumulação de reservas líquidas – descontada a parcela devida ao FMI –, o que representaria uma forma de ampliar a margem de manobra do Banco Central, para resistir a eventuais ataques especulativos em um futuro mais distante.

Isto é, o país precisa se fortalecer, diminuindo a sua dívida externa bruta e acumulando reservas líquidas, com vistas a se fortalecer e estar, potencialmente, em condições de enfrentar com êxito possíveis situações de escassez de capitais, como as enfrentadas nos últimos anos, sem ter para isso de recorrer ao FMI. Desse modo, ainda que por alguns anos isso condicione parcialmente o raio de manobra das autoridades – uma vez que, por exemplo, a demanda por divisas pressiona a taxa de câmbio e pode causar algum prejuízo no combate à inflação –, trata-se de uma estratégia de longo prazo que aproximará o país, se não dos países mais avançados, pelo menos daqueles cujas condições os mantiveram relativamente ilesos diante dos acontecimentos dos últimos anos, como alguns dos países asiáticos – Índia e China, por exemplo, com grandes reservas internacionais – ou outros como a Austrália. Dito de outra forma, seria um meio de viabilizar o fortalecimento do país como potência econômica de nível intermediário, menos vulnerável às oscilações dos mercados internacionais e com um sistema financeiro mais estável. Isso porque, uma vez completado esse processo de acumulação de reservas, a política monetária deixaria de estar sujeita às perturbações típicas de uma economia com escassa geração de dólares, altos passivos em divisas e submetida a choques adversos, que é o que ocorreu com a economia brasileira em mais de uma oportunidade, desde meados dos anos 90.¹⁵

11. Conclusões

Nos últimos dois anos, houve uma certa controvérsia no debate, tanto local como internacional, acerca das tendências de longo prazo da economia brasileira, indo desde visões oficiais relativamente otimistas (Goldfajn, 2002) até outras análises pessimistas sobre as perspectivas, sem descartar cenários de *default* (Goldstein, 2003).

Em nossa opinião, superados os efeitos do choque monetário de 2003, necessário para debelar a ameaça inflacionária existente no começo do ano, a economia poderá começar a usufruir os resultados do esforço de ajustamento externo e fiscal empreendido desde 1999 e que não foi até agora percebido, por parte da população, como estando associado a conseqüências positivas. A razão disso é que, enquanto se processa o ajustamento externo, há uma desvalorização que corrói a renda, enquanto, por definição, o aumento do superávit primário é sempre um processo política e socialmente complicado.

15 Sobre a influência do contexto externo na determinação das taxas de juros domésticas, ver Garcia (2003).

Depois de vários anos seguidos de problemas cambiais e de reforços consecutivos da política fiscal, o Brasil deverá exibir em 2003 uma situação próxima do equilíbrio na sua conta corrente e um superávit primário já ajustado às necessidades fiscais ligadas ao tamanho da relação dívida pública/PIB. Isso posto, em nossa opinião, a estratégia do país nos próximos anos deveria contemplar as seguintes bases:

- a) A consolidação do *tripé* metas de inflação-metas fiscais-câmbio flutuante, inaugurado em 1999, com redução gradual da inflação, superávits primários da ordem de 4% do PIB e preservação do regime cambial.¹⁶
- b) A aprovação das reformas estruturais, com ênfase na autonomia operacional do Banco Central, na reforma tributária e na modificação das regras de aposentadoria.
- c) O aprofundamento da integração com o Mercosul, com vistas à formação de um mercado comum que possibilitaria usufruir das vantagens de maior coordenação macroeconômica e dos ganhos de escala advindos de possível unificação monetária, a qual, se concretizada, seria uma das decisões estratégicas mais importantes a serem tomadas pelas autoridades nos próximos anos.
- d) A redução da dependência externa, com o objetivo de gerar uma queda contínua tanto da exposição da dívida pública ao câmbio, como do coeficiente dívida externa líquida/exportações de bens. Isso implicaria ter déficits em conta corrente modestos ou até mesmo nulos e adotar uma estratégia que combinasse:
 - i) a redução da *rolagem* de títulos cambiais e sua substituição por papéis com outros indexadores ou por títulos prefixados;
 - ii) o pagamento da dívida do país com o FMI;
 - iii) a renovação apenas parcial dos vencimentos da dívida externa pública, com colocações brutas inferiores aos valores que forem amortizados a cada ano; e, a partir de meados da década,
 - iv) um processo de acumulação de reservas líquidas que leve o país a dispor de um volume expressivo de reservas internacionais disponíveis, até o final

16 A idéia de preservação do regime de flutuação cambial pode soar contraditória com a defesa da tese de que se deve evitar uma grande apreciação da taxa de câmbio real. Cabe lembrar, contudo, que as duas coisas não são incompatíveis, quando se leva em conta que a taxa de câmbio é afetada por decisões como, por exemplo, o percentual de *rolagem* de títulos cambiais, decisões essas que afetam a demanda por divisas e que podem influenciar em um sentido ou em outro, dependendo da escolha das autoridades.

da década, como base de um processo de fortalecimento da economia e diminuição da vulnerabilidade externa.¹⁷

Paralelamente, é fundamental que esse conjunto de ações macroeconômicas seja correspondido por iniciativas condizentes no campo da microeconomia, sem as quais o potencial positivo ao qual nos referimos no artigo não poderá ser devidamente aproveitado. Isso inclui, entre outras coisas e pressupondo um quadro de estabilidade:

- a garantia de respeito à propriedade;
- um marco regulatório adequado nos setores de infraestrutura;
- a atração de capitais que possibilite um fluxo de investimentos diretos da ordem de US\$ 15 bilhões/ano;
- a demonstração de eficiência gerencial na administração pública; e
- os novos avanços na aprovação da agenda de reformas, que terá de ser contemplada a partir de 2005, após as eleições de 2004.

Note-se, por último, que, se o fluxo de investimentos diretos for da magnitude sugerida, em um contexto de déficit em conta corrente próximo de zero e havendo uma compra compensatória de divisas por parte das autoridades que leve à aquisição desses recursos pelo Banco Central, a dívida externa líquida estará caindo na mesma proporção da entrada de investimentos diretos. Mantida essa tendência, a dívida externa líquida cairia em termos absolutos, ao longo do tempo, propiciando uma queda acelerada da relação dívida externa líquida/exportações, devido à combinação de diminuição do numerador e aumento do denominador. Tudo isso requer, porém, uma política deliberada de acumulação de reservas líquidas por parte do país que evite que o ingresso de investimentos seja esterilizado na forma de uma apreciação da taxa de câmbio, diminuindo, assim, o superávit comercial e fazendo ressurgir o déficit em conta corrente. O objetivo de acumular reservas líquidas no marco de uma conta corrente próxima do equilíbrio poderá ser consistente com um quadro de incremento da taxa de investimento, se o esforço de geração de poupança doméstica acompanhar o aumento desejado da forma-

17 A título de ilustração, registre-se que a Coréia do Sul, que em 1996, antes de sua crise, tinha um déficit em conta corrente de US\$ 23 bilhões e reservas internacionais de US\$ 33 bilhões, chegou a atingir um superávit em conta corrente de US\$ 40 bilhões em 1998 e, mesmo depois de superada uma intensa recessão, conservou superávits em conta corrente de US\$ 7 bilhões em média, durante 2001-2002, e acumulou sistematicamente reservas internacionais, desde 1997, que atingiram mais de US\$ 120 bilhões em 2002 (Antônio Delfim Netto, "Panos quentes", *Valor*, 25 de março de 2003, p. A2).

ção bruta de capital fixo, a partir do ajuste conseguido durante 2002-2003, que deverá levar a um resultado da conta corrente equilibrado em 2003.

Referências Bibliográficas

- CARVALHO, José Carlos. Estimativas do produto potencial, relação capital/produto e depreciação do estoque de capital. *Texto para Discussão*, n. 44. Rio de Janeiro, BNDES, julho de 1996.
- CASTRO, Lavínia Barros e GIAMBIAGI, Fabio. Previdência social: diagnóstico e propostas de reforma. *Revista do BNDES*, v. 10, n. 19. Rio de Janeiro, BNDES, junho de 2003.
- ENGERMAN, Stanley e SOKOLOFF, Kenneth. Factor endowments, inequality, and paths of development among new world economies. *NBER Working Paper Series*, n. 9.259, October 2002.
- GARCIA, Márcio. Brazil in the 21st century: how to escape the high real interest trap? Mimeo, 2003.
- GOLDFAJN, Ilan. Are there reasons to doubt fiscal sustainability in Brazil? Banco Central do Brasil, *Nota Técnica*, July 2002.
- GOLDSTEIN, Morris. *Debts sustainability, Brazil, and the IMF*. Institute for International Economics, February 2003.
- VARSANO, Ricardo. De ônus a bônus: política governamental e reformas fiscais na transformação do Estado brasileiro. In: IPEA. *A economia brasileira em perspectiva — 1996*. Rio de Janeiro, Ipea, 1996.

TEXTOS PARA DISCUSSÃO do BNDES

- 84 COMO A INDÚSTRIA FINANCIA O SEU CRESCIMENTO: UMA ANÁLISE DO BRASIL PÓS-PLANO REAL – Maurício Mesquita Moreira e Fernando Pimentel Puga – outubro/2000
- 85 O CENÁRIO MACROECONÔMICO E AS CONDIÇÕES DE OFERTA DE ENERGIA ELÉTRICA NO BRASIL – José Claudio Linhares Pires, Joana Gostkorszewick e Fabio Giambiagi – março/2001
- 86 AS METAS DE INFLAÇÃO: SUGESTÕES PARA UM REGIME PERMANENTE – Fabio Giambiagi e José Carlos Carvalho – março/2001
- 87 A EXPERIÊNCIA BRASILEIRA DE PRIVATIZAÇÃO: O QUE VEM A SEGUIR? – Armando Castelar Pinheiro – novembro/2000
- THE BRAZILIAN PRIVATIZATION EXPERIENCE: WHAT'S NEXT? – Armando Castelar Pinheiro – November/2000
- 88 SEGMENTAÇÃO E USO DE INFORMAÇÃO NOS MERCADOS DE CRÉDITO BRASILEIROS – Armando Castelar Pinheiro e Alkimar Moura – fevereiro/2001
- SEGMENTATION AND THE USE OF INFORMATION IN BRAZILIAN CREDIT MARKETS – Armando Castelar Pinheiro and Alkimar Moura – February/2001
- 89 À PROCURA DE UM CONSENSO FISCAL: O QUE PODEMOS APRENDER DA EXPERIÊNCIA INTERNACIONAL? — Fabio Giambiagi – março/2001
- 90 A BALANÇA COMERCIAL BRASILEIRA: DESEMPENHO NO PERÍODO 1997-2000 – Maurício Serrão Piccinini e Fernando Pimentel Puga – setembro/2001
- 91 O BRASIL NA DÉCADA DE 90: UMA TRANSIÇÃO BEM-SUCEDIDA? – Armando Castelar Pinheiro, Fabio Giambiagi e Maurício Mesquita Moreira – novembro/2001
- BRAZIL IN THE 1990s: A SUCCESSFUL TRANSITION? – Armando Castelar Pinheiro, Fabio Giambiagi and Maurício Mesquita Moreira – November/2001
- 92 UM CENÁRIO NORMATIVO PARA A ECONOMIA BRASILEIRA COM REFORMA TRIBUTÁRIA E CONTROLE DO GASTO PÚBLICO: 2003/10 – Fabio Giambiagi – fevereiro/2002
- 93 DO DÉFICIT DE METAS ÀS METAS DE DÉFICIT: A POLÍTICA FISCAL DO GOVERNO FERNANDO HENRIQUE CARDOSO – 1995/2002 – Fabio Giambiagi – abril/2002
- 94 RESTRIÇÕES AO CRESCIMENTO DA ECONOMIA BRASILEIRA: UMA VISÃO DE LONGO PRAZO – Fabio Giambiagi – maio/2002
- 95 A LOCALIZAÇÃO DA INDÚSTRIA DE TRANSFORMAÇÃO BRASILEIRA NAS ÚLTIMAS TRÊS DÉCADAS – Filipe Lage de Sousa – agosto/2002
- 96 O APOIO FINANCEIRO ÀS MICRO, PEQUENAS E MÉDIAS EMPRESAS NA ESPANHA, NO JAPÃO E NO MÉXICO – Fernando Pimentel Puga – agosto/2002
- 97 AS PERSPECTIVAS DO SETOR ELÉTRICO APÓS O RACIONAMENTO – José Claudio Linhares Pires, Fabio Giambiagi e André Franco Sales – outubro/2002
- 98 UM CENÁRIO PARA A ECONOMIA BRASILEIRA COM PERMANÊNCIA DA AUSTERIDADE FISCAL E REDUÇÃO DA VULNERABILIDADE EXTERNA – Fabio Giambiagi – abril/2003
- 99 ALTERNATIVAS DE APOIO A MPMEs LOCALIZADAS EM ARRANJOS PRODUTIVOS LOCAIS – Fernando Pimentel Puga – junho/2003
- 100 AS ESTRUTURAS INDUSTRIAIS DOS ESTADOS BRASILEIROS NAS ÚLTIMAS TRÊS DÉCADAS – Filipe Lage de Sousa – agosto/2003
- 101 UMA CONTRIBUIÇÃO AO DEBATE SOBRE A NOVA POLÍTICA INDUSTRIAL BRASILEIRA – André Nassif – setembro/2003
-

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

Av. República do Chile, 100
20031-917 – Rio de Janeiro – RJ
Tel.: (21) 2277-7447
Fax: (21) 2240-3862

Escritórios**Brasília**

Setor Bancário Sul – Quadra 1 – Bloco J
Ed. BNDES/13º andar
70076-900 – Brasília – DF
Tel.: (61) 214-5600
Fax: (61) 225-5510

São Paulo

Av. Presidente Juscelino Kubitschek, 510/5º andar
Vila Nova Conceição
04543-906 – São Paulo – SP
Tel.: (11) 3471-5100
Fax: (11) 3044-9800

Recife

Rua Antonio Lumack do Monte, 96/6º andar
51020-350 – Recife – PE
Tel.: (81) 3464-5800
Fax: (81) 3465-7861

Internet

www.bndes.gov.br
