

## **Inserção externa e políticas econômicas**

Antonio Corrêa de Lacerda

Texto a ser submetido à Editora Saraiva para compor o livro O Brasil sob nova ordem

### **Introdução**

A retomada do crescimento se apresenta como um dos grandes desafios para a sociedade brasileira após dois anos de profunda crise, 2015 e 2016, e nível de atividades, 2017 e 2018. Depois de um período de expansão da renda e diminuição da desigualdade na primeira década deste século, fortemente influenciada pelo desempenho da economia mundial e da elevação dos preços das *commodities*, a economia brasileira se vê, novamente, diante ora da recessão, ou do baixo crescimento e seus reflexos. Recuperar os investimentos é algo que se mostra imprescindível para a saída da crise.

É nesse contexto que se coloca o papel das políticas macroeconômicas para o desenvolvimento e a inserção externa do Brasil. A experiência recente demonstra que o almejado “ajuste fiscal” implicou cortes de gastos, incluindo os investimentos públicos, não apenas por parte da União, mas também dos Estados e municípios. Ressalte-se ainda que o aumento da taxa básica de juros (Selic) e a sua manutenção em nível elevado, além de estimular as aplicações financeiras em detrimento dos investimentos na produção e infraestrutura, também encareceu o custo do crédito e do financiamento, outro fator desestimulador das novas inversões.

Um terceiro fator foi o impacto da retração chinesa e a queda nos preços das *commodities*. Ao contrário do se poderia pensar, a diminuição dos preços do petróleo bruto, dos minérios e da soja, para citar os principais, não afetou somente o resultado das exportações, mas também inibiu novos projetos por parte de grandes empresas, devido à queda da sua receita e rentabilidade.

Mas, por outro lado, nada indica que estejamos fadados a uma crise interminável. Há aspectos relevantes a serem considerados. O Brasil é o único país do G-20 que tem, por exemplo, uma expressiva demanda ainda reprimida

na infraestrutura. Há muitas outras oportunidades na agropecuária, na indústria e nos serviços.

Isso talvez explique a atratividade da economia brasileira para investimentos do exterior que tem coberto com sobra os déficits no balanço de transações correntes. O Brasil vêm se mantendo nas últimas duas décadas com um dos principais destinos dos investimentos diretos estrangeiros modalidade de capitais, que incluem as fusões e aquisições e ainda os empréstimos intercompanhia. Ou seja, apesar da crise, muitas empresas estrangeiras se interessaram em investir no Brasil, certamente considerando o considerável potencial de mercado e de crescimento futuro. No entanto, o mesmo não se pode dizer a respeito da inserção comercial. Proporcionalmente ainda exportamos muito pouco.

Internamente, as elevadas taxas de juros oferecidas para os credores da dívida pública continuam sendo um fator de desestímulo aos investimentos em novos projetos de infraestrutura. Além do aspecto já apontado da elevada taxa de juros, prevalecem outros de incerteza, como a questão do licenciamento ambiental, que é bastante demorada, além de entraves burocráticos e administrativos.

Portanto, a criação de um ambiente favorável aos investimentos passa pela resolução ou minimização de todos os aspectos político-econômicos apontados, cuja superação poderá transformar em oportunidade o que muitas vezes é visto apenas como problema, especialmente no que se refere aos gargalos de infraestrutura e logística.

É a partir desse arcabouço que a inserção externa, tanto no que se refere aos investimentos, mas comércio e tecnologia se tornam relevantes para superar a fase de semiestagnação da economia brasileira.

### **Desempenho econômico recente**

O bom desempenho verificado na economia brasileira no período 2003-2010, com crescimento médio anual do PIB da ordem de 4%, somente foi possível mediante condições internacionais extremamente favoráveis, como o crescimento chinês, o que proporcionou que os preços das *commodities* quase dobrassem no período. Isso garantiu renda ao Brasil favorecendo o crescimento do PIB, da renda e do emprego. Porém, o quadro internacional atual é

desfavorável e o cenário doméstico contempla os impactos negativos da incerteza política e regulatória, além das restrições impostas pelas políticas monetária e fiscal, causando a deterioração nas expectativas dos agentes econômicos.

Além disso, vários dos instrumentos que foram utilizados para incentivar o mercado doméstico, sobretudo após a eclosão da crise de 2008, encontram-se esgotados ou limitados (expansão dos gastos públicos, financiamento via bancos públicos, crédito ao consumidor etc.). A oportunidade de expansão, portanto, se dará via maiores investimentos em infraestrutura, setor sabidamente possuidor de enorme demanda reprimida, além de crescimento das exportações, em especial aquelas de maior valor agregado. A retomada da expansão do mercado doméstico requer outra estrutura de oferta de crédito, por exemplo, com taxas de juros mais favoráveis, o que ainda está longe de ocorrer.

Ademais, deve-se considerar que o Brasil registra atualmente um crescimento populacional médio de 0,8% a.a., bem abaixo dos 3% da década de 1960/70. Ou seja, a taxa de crescimento populacional vem apresentando e deverá continuar registrando uma tendência de queda. Logo, a demanda de crescimento do PIB necessário para elevar o *per capita* é menor. Portanto, sob outro ponto de vista, no futuro próximo o crescimento populacional deverá ter um menor impacto potencial no crescimento do mercado, ou seja, no nível de atividades. Será preciso, portanto, crescer e produzir mais, sem o acréscimo da população, mas com maior produtividade.

Ressalte-se que o indicador do PIB *per capita* é uma medida limitada e insuficiente para medir o grau de concentração e de desigualdade de renda da população. Como é uma média, resultado da relação entre o PIB e a população, o PIB *per capita* pode crescer mesmo com uma maior concentração de renda e, assim, elevar o grau de desigualdade. Portanto, não basta apenas elevar o PIB *per capita* em termos reais. É preciso atrelar esse aumento a avanços sociais, como, por exemplo, uma melhora da distribuição de renda e a uma queda dos níveis de pobreza.

Há uma questão mais estrutural, nas palavras do mestre Celso Furtado: vivemos, sob este ponto de vista, uma “construção interrompida” (título de seu livro de 1992, “Brasil: a construção interrompida”). Ou seja, há trinta anos evoluímos na

democracia, mas perdemos a capacidade de, como Nação, elaborarmos e viabilizarmos um projeto nacional. Nossa jovem democracia precisa ser preservada e aperfeiçoada. É preciso que as forças vivas da Nação concentrem sua energia na reconstrução e implementação de um projeto, visando ao desenvolvimento. Não basta a agenda de curto prazo, muito disseminada por analistas do mercado financeiro e seus simpatizantes, mas medidas mais perenes, políticas de Estado, sem as quais o desejado desenvolvimento não se viabilizará.

### **Inflação e política monetária**

Ao longo do período 2008-2014 a inflação brasileira apresentou variação entre 4,5% a.a. e 6,5% a.a., dentro do intervalo de tolerância previsto no Regime de Metas de Inflação. Em 2015 houve acentuada elevação, tendo atingido 10,7% no acumulado do ano.

A correção dos preços monitorados assim como a desvalorização do Real teve forte influência nesse resultado. O IPCA referente aos preços livres variou 8,5% no ano de 2015, enquanto o referente aos preços administrados foi de 18,1% no mesmo período. Passado um primeiro período de pressão, a inflação mostra sinais de retorno aos seus patamares históricos. Em 2016 a inflação fechou em 6,3%, retornando aos níveis históricos apontados.

Não obstante, sob o ponto de vista estrutural, a inflação brasileira continua sendo um desafio importante. Não há dúvida da importância da estabilidade de preços para o desenvolvimento; mas é importante destacar que uma comparação com outras economias emergentes de portes semelhantes ao do Brasil denota que a inflação não é uma exclusividade local. Pelo contrário, países de porte e condições minimamente comparáveis com o Brasil apresentam taxas de inflação semelhantes ou até maiores.

Ao longo do período de 2008 a 2015, a evolução dos índices de preços dos países do chamado BRICS (Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul), além de Turquia e Indonésia, concentrou-se principalmente entre os níveis de 5% a.a. e 10% a.a. Esse comportamento também é observado na inflação média dos países do BRICS, que registrou suas maiores altas em julho de 2008 (9,4% a.a.), junho de 2011 (7,2% a.a.) e dezembro de 2015 (7,3% a.a.).

As variações mais acentuadas corresponderam aos casos da Rússia (que alcançou picos de 15,1% a.a. em setembro de 2008 e 16,9% em março de 2015), Índia (com picos de 16,2% a.a. em janeiro de 2010 e 12,1% em fevereiro e 2013) e Turquia (com picos de 12% a.a. em outubro de 2008 e 11,1% a.a. em abril de 2012).

A principal exceção nos países selecionados da amostra foi a China. Depois de registrar variação de preços de 8,7% a.a. em fevereiro de 2008, o índice de preços da economia chinesa registrou deflação entre os meses de fevereiro e outubro de 2009 (-1,8% a.a.), quando seguiu nova alta até alcançar 6,4% a.a. em junho de 2011. Desde então, a inflação da economia chinesa seguiu em desaceleração, alcançando 3,2% a.a. em fevereiro de 2013, quando teve uma gradativa queda, alcançando 1,6% a.a. em dezembro de 2015. Essa desinflação foi decorrente da redução de ritmo do crescimento da economia chinesa, assim como da queda nos preços das *commodities*.

Após a crise de 2008, os principais bancos centrais do mundo iniciaram um grande corte coordenado em suas taxas básicas de juros, como forma de tentar estimular a atividade econômica. Bancos centrais como dos EUA, Japão, Reino Unido e ainda o Banco Central Europeu (BCE) têm mantido suas taxas nominais de juros de curto prazo próximas a zero

O Brasil, na contramão dos países desenvolvidos e mesmo dos em desenvolvimento, tem mantido elevadas taxas de juros de curto prazo. Do final de 2014 até o final de 2015 a taxa básica de juros foi elevada de 11,75% para 14,25%, gerando desincentivo aos investimentos, à produção, ao consumo e ao crédito e, conseqüentemente, impactando negativamente o desempenho econômico no País.

A manutenção de uma elevada a taxa de juros básica tem gerado uma interessante polêmica e representa uma oportunidade para a discussão de sofismas que se tornam, por repetição, verdadeiros paradigmas. Da forma como algumas críticas são dirigidas às decisões do BCB (Banco Central do Brasil), sobre política monetária, tem-se a impressão de que a autoridade monetária só demonstra autonomia quando eleva, ou mantém elevada, a taxa de juros.

Há, ainda, a agravante de que a taxa de juros tem um poder muito pequeno de influenciar a inflação brasileira atual, que não é decorrente de pressões de demanda, mas sim motivada pela correção de preços administrados (energia, transportes públicos e combustíveis) e a desvalorização do Real.

A discussão é se não estaria faltando uma colaboração maior da política fiscal para ancorar as expectativas. Mas aqui também há de se lembrar que juros elevados derrubam ainda mais a atividade econômica, afetando negativamente a arrecadação de tributos. Ou seja, mais juros no caso complicam a questão fiscal, não apenas no âmbito primário, pelo efeito já enunciado, mas também nominal, já que eleva o custo de financiamento da dívida, gerando mais déficit nominal, que, por sua vez, aumenta a dívida pública.

Uma discussão relevante é quando se iniciará o ciclo de redução das taxas de juros. Mais do que ceder às eventuais pressões do governo, como já foi ventilado, é preciso que a política monetária seja relativamente autônoma às pressões para elevação ou manutenção dos juros vindas daqueles que se beneficiam da decisão, em detrimento dos demais.

Considerando-se as taxas reais de juros vigentes em 2016, mesmo comparando-se com a inflação passada acumulada, o Brasil tem sido, de longe, o País com maior taxa (6,5% a.a), ante 2,7% a.a., na Rússia; 2,5% a.a., na Indonésia, e 2,0% a.a., na China. No mesmo período, Índia e México registraram taxas reais de juros de 0,8% a.a., enquanto em algumas economias, como Turquia, Canadá, EUA, Japão e África do Sul, foram registradas taxas reais negativas de -1,2% a.a., -0,9% a.a., -0,5% a.a., -0,4% a.a. e -0,2% a.a., respectivamente.

O Brasil pratica há anos, de longe, a mais elevada do mundo, numa situação em que os bancos centrais, mundo afora, depois da crise de 2008, têm adotado taxas de juros reais muito baixas, até mesmo negativas.

Não é de hoje que o Brasil vem adotando a estratégia de utilizar-se equivocadamente do instrumento dos juros para controle inflacionário no País. Embora essa abordagem tenha apresentado resultados satisfatórios, no que toca a estabilidade monetária, por outro lado compromete a possibilidade para que se criem estímulos para aumento do nível da atividade econômica,

prejudicando o volume das arrecadações e agravando também o resultado das contas públicas no País.

A manutenção de elevadas taxas de juros, associadas a outros fatores adversos, tem feito com que o resultado das empresas caminhe em direções opostas. Enquanto a Selic permaneceu elevada, tendo crescido de 9,75%, em 2010, para 14,25%, em 2015, no mesmo período o retorno sobre capital próprio das companhias abertas (incluindo Petrobras, Eletrobrás e Vale), caiu de 17,1% para apenas 0,5%

Vários fatores contribuíram para esta perda: o próprio custo de capital se elevou, enquanto a política de preços administrados nem sempre repôs o custo de produção, gerando defasagem. A partir de 2014, uma redução expressiva dos preços no mercado internacional também contribuiu para a queda do faturamento e da rentabilidade das empresas, comprometendo a capacidade de investimentos.

### **Contas públicas e o peso dos juros**

A questão fiscal tomou uma dimensão extraordinária no debate econômico brasileiro, especialmente por parte dos economistas ortodoxos. No debate público tem prevalecido uma visão de “*economia doméstica*” do problema fiscal. “*O Estado não pode gastar mais do que arrecada*” tornou-se um mantra diversas vezes repetido, quase que sugerindo que o déficit público brasileiro seja uma realidade à parte. No entanto, diferente do que apregoa o senso comum, a análise dos dados de algumas economias de países em desenvolvimento, minimamente comparáveis com o Brasil, denota que o agravamento da situação das contas públicas é uma realidade presente em diversos países.

Considerando no âmbito dos BRICS, por exemplo, destaca-se a Índia, que, no período de 2011 a 2015 os resultados primários e os nominais têm se mantidos deficitários, devendo alcançar déficit de 2,8% do PIB e 7,2% do PIB em 2015, respectivamente. Em países como Rússia e China, analogamente, o resultado fiscal também apresentou deterioração a partir de 2013. Na China, os resultados, primário e nominal em 2015, devem alcançar respectivamente o déficit de 1,4% do PIB e de 1,9% do PIB e na Rússia, respectivamente déficit de 5% do PIB e 5,7% do PIB. No caso da África do Sul, o resultado primário tem-se mantido

próximo a zero, com suave variação ao longo dos anos analisados, o mesmo ocorrendo em relação ao resultado nominal, mantendo-se praticamente constante ao longo dos anos, próximo de um déficit de 4,0% do PIB no período.

Nos anos de 2014 e 2015 houve uma forte deterioração das contas públicas do Brasil. O “*ajuste fiscal*” adotado no período foi baseado, sobretudo, nos cortes das despesas e contenção dos gastos do setor público. Os investimentos públicos foram os mais afetados, intensificando a queda da demanda agregada e do nível da atividade econômica no país. Tais fatores também foram influenciados negativamente pela política monetária praticada, que restringiu o crédito e desaqueceu o nível de atividades

No ano de 2015, o resultado primário alcançou déficit de 1,9% do PIB ante déficit de 0,6% em 2014, os piores resultados da série analisada, destacando-se que o governo federal e de Estados e Distrito Federal registraram menor arrecadação em relação aos anos anteriores, influenciada pelo efeito da contração da atividade econômica. Ademais, o aumento da já elevada taxa básica de juros, que impacta no custo de financiamento da dívida pública, elevou sobremaneira as despesas com o pagamento do serviço.

O custo da dívida com o pagamento de juros alcançou 8,5% do PIB em 2015, comparativamente a 5,5% do PIB no ano anterior. Em números absolutos, as despesas com o pagamento de juros sobre a dívida pública cresceram de R\$ 195,4 bilhões, em 2010, para 501,8 bilhões, em 2015. Nesses gastos incluem-se o impacto da elevação da taxa de juros e também o custo das operações de *swaps* cambiais, que também foram representativas, especialmente nos dois últimos anos do período analisado.

As necessidades de financiamento no conceito nominal, que incluem o resultado primário e os juros nominais apropriados, alcançaram 10,3% do PIB em 2015, ante 6% do PIB no ano anterior. Logo, a queda da arrecadação e a elevação das despesas com pagamento de juros inviabilizaram o pretendido ajuste fiscal e deterioraram ainda mais as contas públicas. O atual nível da Selic torna, portanto, o ajuste fiscal ainda mais difícil de ser alcançado, pois, enquanto a arrecadação tributária apresenta forte deterioração, os gastos com juros elevam ainda mais o custo da dívida do setor público.

Em uma comparação internacional, o Brasil é o que mais paga juros sobre a sua dívida, mesmo considerando países com dívidas públicas proporcionalmente maiores, comparativamente ao PIB. O custo do financiamento da dívida em relação ao PIB no Brasil (8,5%) em 2015, com uma dívida bruta de 66,2% do PIB, foi muito elevada em relação às demais economias, chegando a ser, por exemplo, duas vezes maior do que a de países como Portugal (4,3%), Itália e Grécia (4,2%); oito vezes maior que Alemanha (1,1%), Holanda e Japão (1%), países com dívida pública bem maiores.

No Brasil, a combinação das políticas fiscal e monetária restritivas foram fatores que colaboraram para a corrosão das contas públicas no País. Embora tal situação também tenha sido verificada em outras economias do globo, o fenômeno foi agravado no Brasil devido a sua dependência em relação à taxa de juros, cujo resultado se expressa pela elevação do custo de financiamento da dívida pública no País.(LACERDA, 2016)

#### Crédito e financiamento

Estimular o crédito e o financiamento bancário é fundamental para o fomento das atividades produtivas e o consumo. O banco central brasileiro vem reduzindo a taxa de depósito compulsório dos bancos comerciais, uma medida adequada, embora com o risco de se tornar inócua para o fim a que se destina. Isso porque dadas as características do financiamento da dívida pública brasileira e do mercado de crédito, o caminho mais provável para os recursos liberados tende a ser para a aquisição de títulos públicos e não ampliar o crédito às empresas e famílias.

A Selic, taxa básica de juros, foi reduzida a menos da metade nos dois últimos anos, de 2016 a 2018m mas as taxas de juros ao tomador final continuam excessivamente elevadas. A Selic, que era de 14,25% em outubro de 2016 foi sendo sequencialmente reduzida desde então, atingindo 6,5% neste mês. As taxas médias ao tomador final caíram no período em proporção muito menor e ainda muito distantes do juros básicos.

As taxas de juros para pessoas jurídicas foram reduzidas de 21,6% para 16,8% ao ano, enquanto que para as pessoas físicas de 43,1% para 31,9% ao ano. Essas são taxas médias apuradas pelo Banco Central. Como toda média,

é distorcida por incluir, por exemplo, no caso das pessoas físicas o crédito consignado. A situação do mercado denota um quadro ainda mais difícil para o tomador, do qual são exigidas adicionalmente contrapartidas e garantias que tornam o crédito no Brasil proibitivo.

A Associação Nacional dos Executivos de Finanças (Anefac) divulga regularmente, há anos, as taxas de juros cobradas ao tomador final, revelando dados mais alarmantes. O crédito às pessoas físicas chega a 88,0% ao ano, e para o capital de giro, pessoas jurídicas, a 28,6%!.

Isso, sem falar dos custos extraordinários de duas modalidades das mais utilizadas que são o cartão de crédito rotativo (334,6% ao ano) e o cheque especial (323,0% ao ano). É uma alternativa muito acessível e fácil manuseio, mas que torna, em geral, a dívida impagável!

Há muito se discute as causas do elevado custo do crédito no Brasil. O primeiro aspecto é que o mercado financeiro é distorcido no Brasil pelo fato de o Governo Federal oferecer títulos da sua dívida a taxas de juros muito elevadas, mantendo liquidez. Isso acomoda o mercado financeiro que não se interesse em ter mais trabalho e correr mais risco emprestando para os agentes econômicos.

O segundo aspecto é a oligopolização do mercado em que apenas cinco grandes bancos controlam 86% do crédito disponível na economia, o que lhes dá poder de formação de taxas ao tomador final.

Os bancos alegam que os *spreads* (taxas de risco) embutidas nas taxas de juros são elevadas no Brasil, justificando parte da diferença entre taxa básica e final, porque a inadimplência é elevada, respondendo por 45% do total. As taxas tributárias respondem por 20% e o empréstimo compulsório que os bancos recolhem ao BC, por 10%. Os 25% restantes seriam da margem de comercialização do sistema financeiro.

O enfrentamento do problema, portanto, passa por questões relevantes:

- reduzir a taxa de juros básicas (Selic), pois embora a taxa nominal esteja em queda, a taxa real, descontada a inflação, segue elevada para padrões internacionais;

- reduzir a parcela da dívida pública com liquidez diária (*over night*), pois isso acomoda o sistema financeiro, que não tem interesse em emprestar para os demais tomadores que não o Estado;
- reduzir a tributação sobre as operações financeiras, que acabam sendo repassadas ao tomador final;
- estimular as alternativas de crédito como cooperativas e as *fintechs*, butiques de investimento e crédito para ampliar a oferta;
- utilizar o poder dos bancos públicos, que respondem por 54% da carteira de crédito, para imprimir maior concorrência no mercado de crédito brasileiro.

### **Política cambial e contas externas**

A despeito dos aspectos conjunturais adversos já apontados, alguns fatores se apresentam como oportunidades no cenário atual. O Real mais desvalorizado do que em períodos anteriores é benéfico para o desenvolvimento no médio e longo prazos, uma vez que fortalece potencialmente a produção doméstica e a exportações de manufaturados. No entanto, a volatilidade da moeda brasileira têm gerado incertezas. É preciso que fique claro para os investidores, tanto na produção voltada para o mercado interno, que concorre com os importados, quanto para exportação, qual o caminho a ser adotado na política cambial.

As mudanças do cenário global, associadas às incertezas do quadro econômico e político doméstico, têm dado munção para um substancial aumento da instabilidade e volatilidade no mercado, afetando o risco Brasil, a bolsa de valores, a taxa de câmbio e os juros futuros.

Mas esse impacto não se restringe, obviamente, ao mercado financeiro. O nível de atividade e os investimentos produtivos e na infraestrutura são negativamente afetados pela dificuldade de tomada de decisões em meio a um quadro turbulento e ainda, mais recentemente, pelos reflexos da crise dos combustíveis e os efeitos da greve dos caminhoneiros. Há uma clara percepção de que a economia crescerá menos e a inflação, embora dentro da meta, deva subir.

A taxa de câmbio R\$/US\$ chegou a quase 4,00 no início de junho, apresentou reversão logo depois, mas a volatilidade persiste. No entanto, é interessante notar que ao contrário de períodos anteriores de grande estresse no mercado, em que o ponto fundamental era a vulnerabilidade das contas externas brasileiras, o movimento atual se revela mais associado às questões fiscais e a especulação, especialmente tendo em vista a incerteza quanto ao futuro político do País.

Pelo lado das contas externas, portando, o quadro é relativamente controlado. O déficit em conta corrente do balanço de pagamentos brasileiro acumulado em dozes meses, até abril passado, é de apenas 0,4% do PIB, ou US\$ 8,9 bilhões. Só para efeito de comparação este déficit chegou a US\$ 104 bilhões em 2014. Em contrapartida, o País recebeu, no mesmo período mencionado, US\$ 61,7 bilhões de Investimento Diretos no País (IDP), um capital considerado menos volátil. Além disso, o Brasil conta com reservas cambiais de cerca de US\$ 380 bilhões.

Com relação à dívida externa, ela atinge um total de US\$ 548 bilhões (abril de 2018), sendo que dos quais, apenas US\$ 76 bilhões é dívida governamental. US\$ 232 bilhões se referem a empréstimos intercompanhia, de empresas transnacionais que em geral adotam normas rígidas de limitação de exposição cambial, contando na sua maioria com o chamado “hedge natural”, ou seja receitas em dólares. US\$ 133 bilhões de bancos, e dívidas de empresas de US\$ 106,4, dos quais, mais de 80% contam com alguma proteção (hedge). (BANCO CENTRAL DO BRASIL)

No que se refere ao capital mais volátil, aquele da Bolsa de Valores, ou do mercado financeiro, o quadro é mais instável. Por ser um capital mais móvel ele é afetado pelos movimentos especulativos domésticos, assim como alterações no mercado internacional. Os EUA, depois de um longo período de quase dez anos de juros baixos, tem elevado a taxa de juros básica, fazendo com que as taxas para títulos de dez anos, por exemplo, praticamente dobraram nos últimos anos.

No Brasil, observa-se ainda uma busca de proteção, operações de hedge, ou posições especulativas apostando na desvalorização do real. A demanda por

contratos de dólar a termo (NDFs, na sigla em inglês) na Bolsa de Valores cresce substancialmente em todos os momentos de incerteza e de possibilidade de desvalorização do real.

Diante da inexistência de qualquer trava aos ingressos de capital especulativo e as operações no mercado futuro, resta ao Banco Central oferecer *swaps* cambiais para atender a demanda de *hedge*. Da mesma forma, poderá ter que atuar no mercado à vista. Munição para isso, não lhe falta.

Além disso, a tomada de decisão na área produtiva tem um *timing* mais lento do que no setor financeiro. Taxa de câmbio competitiva é uma condição necessária, porém insuficiente quando se tem um quadro de baixa expectativa de demanda, juros elevados e políticas industriais instáveis.

A política cambial brasileira tem sido historicamente de utilizar o Real valorizado como instrumento de combate à inflação. Desde a introdução do Plano Real, em meados dos anos 1990, o Dólar barato incentiva as importações, em detrimento da produção local. Isso, no curto prazo, facilita o combate à inflação, mas no médio e longo prazos significa transferir empregos para o exterior e levar o País à desindustrialização. Além disso, o aumento das importações e a atrofia das exportações deterioram as contas externas, como veremos adiante.

Embora tenha em alguns períodos ocorrido uma desvalorização nominal da taxa de câmbio, os índices de taxa de câmbio real, deflacionados pelo Índice de Preços ao Produtor Amplo – Disponibilidade Interna (IPA – DI), denotam que, há vários anos, o Real se mantém valorizado comparativamente ao Dólar (US\$) e a uma cesta das principais moedas.

O fato de outras moedas também se depreciarem relativamente ao Dólar diminui o impacto positivo que a desvalorização do Real poderia significar para a melhora da competitividade dos produtos brasileiros no mercado externo. Além disso, o mercado internacional encontra-se em fase de retração, com a desaceleração do crescimento chinês, a estagnação europeia e outros, afetando negativamente não apenas o volume transacionado, como os preços, em especial das *commodities*. Ou seja, o impacto sobre a balança comercial não é imediato, como veremos a seguir.

No caso específico brasileiro, influenciam também as causas domésticas da desvalorização da moeda, tanto de ordem econômica, quanto política. O câmbio por si só não representa a solução para os nossos problemas de competitividade, mas, sem uma moeda competitiva em padrões internacionais, não é possível preservar e avançar na (re)industrialização. É esta a oportunidade que se apresenta para a economia brasileira, mas isso não será imediato, nem virá automaticamente. É preciso preservar a desvalorização do real comparativamente às moedas dos países com os quais competimos doméstica e internacionalmente.

Também é preciso levar em conta que o longo período de apreciação do Real desarticulou cadeias produtivas locais, substituídas pelas importações, assim como diminuiu o espaço de participação no mercado exterior. Reverter essa tendência não será tarefa rápida, tampouco fácil, mas é preciso perseverar no ajuste e nas condições de competitividade da economia (juros mais baixos, financiamento, desburocratização, desonerações etc.).

No curto prazo admite-se que um Real mais depreciado provoca elevação da inflação, pelo encarecimento dos produtos importados, assim como uma maior incerteza para as decisões de empresários e consumidores. A volatilidade cambial aumenta a incerteza, provocando adiamento de investimentos e outras iniciativas. No médio e longo prazos, no entanto, a desvalorização da moeda ampliará a competitividade da produção brasileira, significando mais emprego e renda.

A desvalorização do Real amplia a competitividade da produção brasileira, frente aos produtos importados no mercado doméstico e nas exportações, o que nem sempre é imediato, por vários fatores. Primeiro, porque, como já apontado, as decisões no âmbito da produção tem um *timing* bem diferente do setor financeiro; segundo porque muitos elos das cadeias produtivas foram desativados no longo período de valorização da moeda, provocando um longo processo de desindustrialização em curso e, terceiro, o mercado exportador encontra-se retraído com a desaceleração da China e de outros países, e a competição é ferrenha. Outras moedas também têm se desvalorizado e a recuperação ou ampliação de *market share* não é tarefa fácil.

Internamente, há questões importantes:

a) é preciso ficar claro para os decisores que se busca um nível cambial competitiva, ou seja ou seja, que o BC não cairá na tentação de a utilizar a política cambial como instrumento de controle de inflação no curto prazo e revalorize o Real, como aliás, vem novamente ocorrendo;

b) ao mesmo tempo é importante buscar diminuir a volatilidade do Real, ou seja, reduzir as oscilações exageradas da moeda, porque isso dificulta o cálculo econômico e as decisões de investimento produtivo;

c) combinar o estímulo cambial com outros fatores relevantes, como acesso ao financiamento a taxas compatíveis com a rentabilidade esperada na atividade produtiva, desoneração dos investimentos e exportação etc.

A economia brasileira precisa promover a reindustrialização como fator de desenvolvimento. Não se trata de incentivá-la em detrimento dos demais setores, o complexo agromineral e os serviços, mas de intensificar a integração entre os três, aproveitando e agregando sinergias.

A melhora no saldo comercial tem contribuído para um ajuste no déficit em conta corrente. No entanto, para além do ajuste, em grande parte conjuntural das contas externas, é primordial promover as condições para o ajuste estrutural, ou seja, que se sustente em um cenário de crescimento econômico, o que, inevitavelmente, demandará crescimento das importações de máquinas, equipamentos e matérias-primas.

Sob o ponto de vista do financiamento do déficit, os investimentos diretos no País, que representam as inversões realizadas por empresas em novos projetos ou aquisição de empresas existentes denotam que, mesmo diante de condições adversas, tem-se conseguido financiar com folga o déficit em transações correntes.

No entanto, a despeito dos aspectos positivos elencados sob o ponto de vista estrutural é fundamental solidificar a posição do balanço de pagamento brasileiro, algo que não está desvinculado do modelo de desenvolvimento. Também é importante torná-lo mais independente da conjuntura. É preciso garantir condições para a melhoria do desempenho exportador, não só quantitativa, como qualitativamente.

A queda dos preços das *commodities* exportáveis pelo Brasil jogou luz sobre o problema da excessiva dependência da exportação destes produtos. Depois de um longo período de crescimento e de preços elevados, as *commodities* exportáveis pelo Brasil experimentam, desde o final de 2014, uma expressiva queda. A má experiência vivenciada pelo Brasil e outros países que se tornaram excessivamente dependentes da produção e exportação de produtos básicos, denota a importância da diversificação e aprimoramento da produção.

Poucos países podem contar com a diversidade brasileira, sendo competitivo no complexo agropecuário-mineral, em segmentos da indústria e de serviços especializados. Daí a importância de manter nossas vantagens competitivas e criar outras. A nossa experiência passada recente já demonstrou que os efeitos da “doença holandesa” e a elevada taxa de juros valorizaram artificialmente o Real e inviabilizaram a produção e exportação industrial.

A política cambial traz seus impactos no balanço de pagamentos, como demonstrado. É importante não cair no caminho fácil da valorização artificial do Real visando obter resultados rápidos, porém fugazes no controle da inflação. Temos que, por outro lado, criar as condições para reduzir o custo do capital, do crédito e do financiamento para propiciar condições mais isonômicas ao produtor local e fomentar a reindustrialização.

### **A expansão chinesa, desafios e oportunidades**

A extraordinária expansão internacional chinesa representa desafios e oportunidades para as economias nacionais. Do alto de suas reservas cambiais atualmente de US\$ 3,1 trilhões, a China vem conduzindo sua internacionalização. Os chineses vem realizando investimentos e adquirindo ativos mundo afora, especialmente na África e América Latina, com o objetivo principal de suprir sua insuficiência, hídrica, alimentícia e energética, além de abrir mercados para suas empresas. Somente em 2017, a China investiu US\$ 120 bilhões externamente, dos quais US\$ 20 bilhões no Brasil, nos mais diferentes segmentos, desde infraestrutura, até comércio e serviços. Somos o segundo maior destino dos investimentos chineses, somente superado pelos EUA.

O debate sobre os impactos dos investimentos estrangeiros nas economias hospedeiras é amplo na literatura internacional. O primeiro aspecto a ser destacado é que os benefícios dos investimentos externos não são automáticos. Dependem das políticas econômicas e da regulação dos países receptores

Um segundo aspecto importante é que em nenhuma experiência conhecida, mesmo nos países maiores receptores de investimentos estrangeiros ele se torna predominante. Raramente atingem mais de 15% da formação bruta de capital fixo, o total de investimentos, em infraestrutura, ampliação da capacidade produtiva das empresas, construção civil e máquinas e equipamentos. Assim, é crucial destacar que o papel dinâmico dos investimentos, base para a sustentação do crescimento econômico da imensa maioria dos países, é exercido pelo investimento local, que responde, em média, por cerca de 85% do total realizado. Apesar da chamada globalização, no quesito investimento a parcela predominante é doméstica !

Há outros aspectos relevantes envolvendo a questão dos investimentos diretos estrangeiros e o desenvolvimento dos países. Há externalidades relevantes, impactando o padrão de produção, comércio exterior e tecnologia dos países. Observa-se ainda uma interconexão crescente entre investimento, exportações e inovações na economia mundial. A integração às grandes cadeias produtivas globais, imprescindível para uma inserção externa ativa dos países em desenvolvimento, se dá, em grande medida, pelo papel desempenhado pelas filiais das grandes empresas globais.

Dai a importância, considerando os aspectos apontados, da estratégia de inserção externa brasileira, especialmente considerando o recente protagonismo dos investimentos chineses, com destaque para os seguintes pontos:

- 1) A sustentabilidade intertemporal do balanço de pagamentos. Dado o compromisso de remuneração futura dos sócios estrangeiros, em dólares, via transferências de lucros e dividendos, é necessário gerar receitas na mesma moeda. O problema é que há uma predominância dos investimentos em setores voltados para o mercado doméstico e que, portanto, não geram receitas em dólares;
- 2) Desnacionalizar a gestão e controle de empresas locais significa mudar o seu centro de decisão para o exterior, o que diminui o grau de influência

local. Isso é crítico, especialmente quando se trata de setores estratégicos para o desenvolvimento local. Daí a relevância de fortalecer a regulação, controle, fiscalização e supervisão destas atividades, sob o risco de se criar restrições ao desempenho de toda a economia;

- 3) Também se torna fundamental estabelecer um projeto de desenvolvimento que explicita o papel desejado dos investimentos; que setores e necessidades devam ser priorizados e quais as políticas para atraí-los, mantê-los e gerar um mínimo de compromisso com os objetivos locais;
- 4) Estimular atividades que, para além da produção e exportação de *commodities* promovam uma maior agregação de valor, de forma a viabilizar geração de renda, tributos, empregos e tecnologia.

### **Abertura comercial e competitividade**

A abertura da economia brasileira começou no final dos anos 1980, ainda no governo Sarney, tendo sido intensificada nos governos Collor e Fernando Henrique Cardoso. A promessa, incrivelmente repetida agora, sem qualquer autocrítica, era de que abrir nossas fronteiras induziria nossas empresas a ampliar a sua produtividade e competitividade, dado o aumento da concorrência com os produtos importados.

Desde então as alíquotas médias de importação caíram de mais de 40% para cerca de 12 a 13%, com algumas alternâncias. A indústria, de forma geral, modernizou suas plantas, adaptou modos de gestão para fazer frente à concorrência, tendo respondido positivamente ao desafio da abertura comercial realizada..

A questão é que a melhora do ambiente sistêmico, ou seja, de todos aqueles fatores que independem das empresas, ou dos trabalhadores, mas que afetam a competitividade, não avançou na mesma velocidade. Condições macroeconômicas (juros, cambio e tributos), logística e infraestrutura, burocracia e instabilidade de regras, além de outros fatores que formam o chamado “custo Brasil” ainda estão longe das médias observadas nos países concorrentes. Particularmente na questão cambial, a política em diferentes governos desde

então visou muito mais o objetivo de controle inflacionário do que induzir a geração de valor agregado local e as exportações.

O discurso de que a indústria não investe em modernização e inovação cai no erro de identificar a raiz do problema, que não se restringe à ação microeconômica das empresas, mas um ambiente sistêmico desfavorável. O investimento de forma geral, responde á rentabilidade esperada, que no caso é prejudicada pelas condições adversas do ambiente.

Da mesma forma, o argumento de que nossa economia é fechada, não resiste a uma verificação dos números. O saldo comercial de produtos manufaturados, por exemplo, que apresentava relativo equilíbrio até 2006 passou gradativamente a ser deficitário tendo atingido no ápice, em 2014, o US\$ 110 bilhões. Diante deste dado, como sustentar que nossa economia seja fechada?

Infelizmente, a combinação de fatores adversos nos levou a uma desindustrialização precoce, sem gerar os benefícios associados, e pelo contrario, gerando perda capacidade de geração de valor agregado, de empregos de qualidade e tecnologia atualizada.

Um programa sério discussão de uma maior abertura da economia para que atinja o interesse do desenvolvimento e não apenas uma nova panaceia, passa necessariamente por;

- condições macroeconômicas que favoreçam o desenvolvimento, leia-se câmbio, juros e questão fiscal, ajustadas ao padrão internacional;
- redução da burocracia, distorções tributárias e melhora da infraestrutura e logística;
- adotar políticas de competitividade (leia-se, política industrial, política comercial e de ciência, tecnologia e inovação), para fortalecer as vantagens existentes e criar novas;
- negociar a abertura de setores na economia brasileira mediante o acesso aos mercados internacionais.

Partindo do ajuste das condições sistêmicas, é sim possível rever a estrutura das alíquotas, porem sem generalizações. É preciso começar com a desoneração dos insumos de forma a dotar a indústria de transformação de maior poder, ao contrario de estimular a concorrência via rebaixamento das tarifas de importação dos produtos finais. Aqui não se trata de “reinventar a roda”, mas de adotar práticas internacionais bem sucedidas. Mas, para isso é preciso se livrar de dogmas e sair do conformo da repetição de mantras que só tendem a criar falsas expetativas e nos desviar do debate do essencial.

## **Conclusão**

Preservar e avançar nos progressos havidos no desenvolvimento brasileiro implica adotar políticas macroeconômicas favoráveis ao crescimento da economia, à estabilidade e à elevação do investimento.

É preciso avançar nas alternativas de política macroeconômica e sair da armadilha em que estamos presos. O chamado tripé da política econômica carece de aperfeiçoamento. Argumentos e razões à parte, o fato é que as escolhas de políticas econômicas não são neutras e representam transferências significativas de rendas entre setores e classes de renda.

Propostas de alternativas não faltam. A questão não é só de política econômica, mas de economia política. Implica em alterar a correlação das forças que suportam as escolhas vigentes há décadas. O Brasil só vai reencontrar o caminho do desenvolvimento, diante de um cenário internacional adverso, se tiver a coragem e determinação nas mudanças necessárias. Isso também implica para alguns abrir mão de privilégios e vantagens incompatíveis com a realidade fática, como a insustentável taxa de juros pagas pelos títulos públicos brasileiros, que provocam a penúria das contas públicas, mas transferem parcela substantiva de recursos para os mais ricos.

Daí a importância de um *Projeto Nacional de Desenvolvimento* que contemple políticas de Estado. A estrutura da economia brasileira não pode abrir mão da reindustrialização como fator de desenvolvimento. Não se trata de incentivá-la em detrimento dos demais macrossetores, o complexo agromineral e os

serviços, mas de intensificar a integração entre os três, aproveitando e agregando sinergias.

É nesse contexto que a política de inserção externa deve ser contemplada, levando em conta os interesses do País, diante de um quadro internacional desafiador. Assim, a inserção internacional do Brasil se coloca dentre os principais desafios futuros. Há uma clara desproporção entre o posto que ocupa dentre as dez maiores economias do mundo, pelo critério de Produto Interno Bruto (PIB), o quinto, ou sexto no *ranking* dos maiores receptores de investimentos diretos estrangeiros e apenas o vigésimo quinto exportador, o que nos dá uma dimensão da magnitude do descompasso.

Nas últimas duas décadas nossa participação nas exportações mundiais está estagnada ao redor de apenas 1%. A nossa história econômica, assim como da maioria dos países, já demonstrou que o crescimento econômico, condição necessária para o desenvolvimento só se sustenta, no longo prazo, mediante uma sólida posição do Balanço de Pagamentos. Isso é o que permite minimizar os impactos da instabilidade internacional e aumentar o grau de autonomia das políticas econômicas domésticas.

O fato de possuímos hoje maior grau autosuficiência energética relativamente ao passado e contarmos com níveis recordes de reservas cambiais são fatores amenizadores do problema, mas que não eliminam totalmente a exposição frente à volatilidade e instabilidade dos mercados. Assim, a melhora do padrão de desenvolvimento depende fundamentalmente da superação da vulnerabilidade do Balanço de Pagamentos.

As contas externas brasileiras foram favorecidas na primeira década do Séclo XXI pela crescente demanda chinesa e seus impactos positivos nos preços das *commodities* o que, aliado a uma situação cambial mais favorável, nos permitiu gerar superávits comerciais expressivos, compensando o déficit estrutural na conta de serviços e rendas.

Desde então, a diminuição do ritmo de crescimento chinês impactou negativamente os preços e a demanda do complexo agromineral brasileiro, ao mesmo tempo em que a perda de competitividade da manufatura deteriorou a

nossa capacidade de geração de resultados comerciais. Em poucos anos passamos de superavitários a deficitários, com destaque para o setor industrial

A resolução da questão passa necessariamente por uma estratégia de desenvolvimento que leve em conta uma melhor inserção internacional e fortalecer o papel que devemos e podemos ter na configuração global:

- construir um escopo de políticas de Estado, para além das políticas de governo, de incentivos estáveis e perenes de estímulo à produção local, inovação e exportação;
- fortalecer a estratégia de relações comerciais múltiplas (*global player*);
- negociar acordos comerciais com grandes mercados (EUA, UE, Ásia, etc) que possam nos proporcionar maior acesso à relevantes cadeias globais de valor;
- estabelecer e apoiar a internacionalização das empresas brasileiras para torná-las elementos de apoio às vendas externas, fortalecimento de marcas e posição nos mercados;
- aproveitar mais consistentemente a excelente base de empresas transnacionais aqui instaladas para estimulá-las a desenvolver maior valor agregado local, inovações, ampliar e qualificar as exportações;
- para atingir os objetivos anteriores se faz necessário atacar nossa agenda de competitividade, tanto sistêmica quanto empresarial e garantir condições minimamente isonômicas de financiamento, tributação, assim como demais fatores;
- por último, mas não menos importante, adotar uma política cambial que leve em conta objetivos de longo prazo, desvinculando-a do caráter distorcido de “âncora” da política de estabilização de curtíssimo prazo, prática recorrentemente vigente nas últimas três décadas.

## **Bibliografia**

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). Disponível em: <http://www.bcb.gov.br> . Acesso em: jun. 2018.

BRASIL. MINISTÉRIO DA FAZENDA (MF). Disponível em: <<http://www.fazenda.gov.br>>. Acesso em: jun. 2018.

BRASIL. MINISTÉRIO DO DESENVOLVIMENTO, INDÚSTRIA E COMÉRCIO EXTERIOR (MDIC). **Comércio exterior**. Disponível em: <http://www.mdic.gov.br/sitio/interna/index.php?area=5>. Acesso em: dez. 2016.

CONFEDERAÇÃO NACIONAL DA INDÚSTRIA (CNI). **Indicadores industriais**. Disponível em: <<http://www.portaldaindustria.com.br/cni/publicacoes-e-estatisticas/estatisticas/2015/07/1,38498/indicadores-industriais.html>>. Acesso em: mai. 2018.

FURTADO, C. Brasil: a construção interrompida. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1992.

IPEADATA. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br/>> . Acesso em: ago. 2015.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA (IBGE). Disponível em: <http://www.ibge.gov.br>. Acesso em: nov. 2016.

LACERDA, A. C. *Crônica de um (des)ajuste anunciado*. In: DOWBOR, L. & MOSANER, M. (Org.) A Crise Brasileira. São Paulo: Editora Contracorrente, 2016.

LACERDA, A. C.; CAMPEDELLI, A. L. Uma crítica pós-keynesiana ao Regime de Metas de Inflação (RMI) no Brasil. **Pesquisa & Debate**. São Paulo, v. 25, n.2 (46), p.1-22, 2014.

ORGANIZAÇÃO PARA COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO (OCDE). **Base de dados**. Disponível em: <<http://stats.oecd.org>>. Acesso em: dez. 2016.