

Cadernos Fecomercio de Economia

Número 24 - Junho de 2007



Política Cambial e o Crescimento Econômico

FECOMERCIO

Cadernos Fecomercio de Economia
Número 24 - Junho de 2007

POLÍTICA CAMBIAL E CRESCIMENTO ECONÔMICO:

JUROS E GOVERNO SÃO A CHAVE

Iniciativa: Conselho de Planejamento Estratégico
Presidente e
Responsável Técnico: Paulo Rabello de Castro



Federação do Comércio do Estado de São Paulo
Rua Dr. Plínio Barreto, 285 - 5º andar
Tel.: (11) 3254-1700 - Fax.: (11) 3254-1674/75
CEP: 01313-020 - São Paulo - SP

www.fecomercio.com.br

e-mail: cadernos@fecomercio.com.br

Presidente:
Abram Szajman

Diretor Executivo
Antonio Carlos Borges

Diretora
Assessoria Econômica
Fernanda Della Rosa

Design Gráfico
AM&F - Informática

A Federação do Comércio do Estado de São Paulo se reserva os direitos autorais dos trabalhos produzidos, cuja reprodução, não obstante, poderá ser autorizada desde que citada a fonte.

Esse trabalho não retrata, necessariamente, a posição da Fecomercio sobre o tema apresentado.

Prefácio

Sem que sejam encontradas razões na formação dos preços da economia que justifiquem tal fato, não há discordâncias entre os especialistas de que o real está muito valorizado. A taxa de câmbio está condicionada às forças de mercado interno do dólar e às circunstâncias favoráveis das economias no plano internacional. O que aparentemente é o motivo da discórdia é se isso é ou não um problema. Se o real está supervalorizado; se as causas não dependem das relações entre preços internos e externos, o debate sobre as conseqüências passa a ser o tema mais importante.

Para contribuir com esse debate, o Conselho de Planejamento Estratégico da Fecomercio, Federação do Comércio do Estado de São Paulo, convidou especialistas e representantes de setores produtivos, empresários e homens de mercado para discutirem os efeitos práticos, tendências e caminhos para o ajuste. Essa troca de idéias está apresentada nesta publicação. O Conselho espera, com esse trabalho, contribuir para o esclarecimento e possíveis soluções.

O cuidado com o tema se justifica pois a taxa de câmbio, nesta oportunidade, é o mais importante preço da economia. Seus efeitos, positivos ou negativos, estão correlacionados ao crescimento da economia, à estrutura do setor de produção, à taxa de juros, ao investimento, ao nível de emprego e formação de renda, além daqueles que projeta sobre o comércio internacional e as conseqüências que pode vir a desenvolver sobre o ajuste do setor externo: a taxa de câmbio é a régua usada para medir a competitividade de nossos produtos no plano internacional, ampliando as opções do consumidor num mercado mais amplo.

Discutir a política cambial, neste momento, é uma ótima forma de trazer para o debate algumas questões que precisam ser sempre retomadas, principalmente aquelas que se circunscrevem no âmbito das políticas fiscal e monetária. É sobre este tripé que se sustenta a política econômica, tema que a Fecomercio tem sempre em pauta, na consideração do papel que o governo deve exercer na economia.

Na seqüência do debate sobre as questões econômicas se acaba naturalmente por destacar a vontade de fazer e esta, inevitavelmente, atrai aspectos das reformas política e administrativa.

O resultado destas reflexões é este excelente caderno que contem opiniões, exemplos e possíveis caminhos, não sem deixar um espaço para a discussão dos ciclos econômicos e os reflexos de se deixar andar a economia ao sabor das ondas.

Antonio Carlos Borges,
Economista e Diretor Executivo da Fecomercio

Apresentação

A valorização do real frente ao dólar e os efeitos da política cambial no crescimento econômico brasileiro é o assunto central deste Caderno Fecomercio de Economia. A publicação é resultado de um debate ocorrido no Conselho de Planejamento Estratégico da Federação do Comércio do Estado de São Paulo, realizado na sede da entidade em maio deste ano. Para responder à questão “Dólar a R\$2,00: gol do Brasil?”, proposto pelo referido Conselho, a entidade reuniu diversos representantes do cenário econômico brasileiro.

Segundo o presidente do Conselho, Paulo Rabello de Castro, a questão cambial está na raiz do baixo nível de atividade da economia brasileira - mais valorizada, a moeda nacional ressaltará o poder de compra interno, mas tornará o salário pago ao trabalhador brasileiro menos competitivo, porque mais caro, induzindo o setor produtivo doméstico a criar menos empregos relativamente aos concorrentes externos. Os efeitos deste desajuste no setor produtivo brasileiro são evidentes, pois perde-se em competitividade, lucratividade e investimentos.

Pela análise do economista, na persistência da tendência atual, projeta-se que, no biênio 2010-2011, a geração de empregos terá sido 12% menor do que o potencial de equilíbrio. Com os devidos ajustes no câmbio e, principalmente, nas outras políticas (fiscal, monetária, tributária e regulatória) que influem decisivamente sobre este, defende ele, poderão ser criados, até 2011, cerca de 2 milhões de postos de trabalho adicionais só nas seis principais regiões metropolitanas do país.

Participantes:

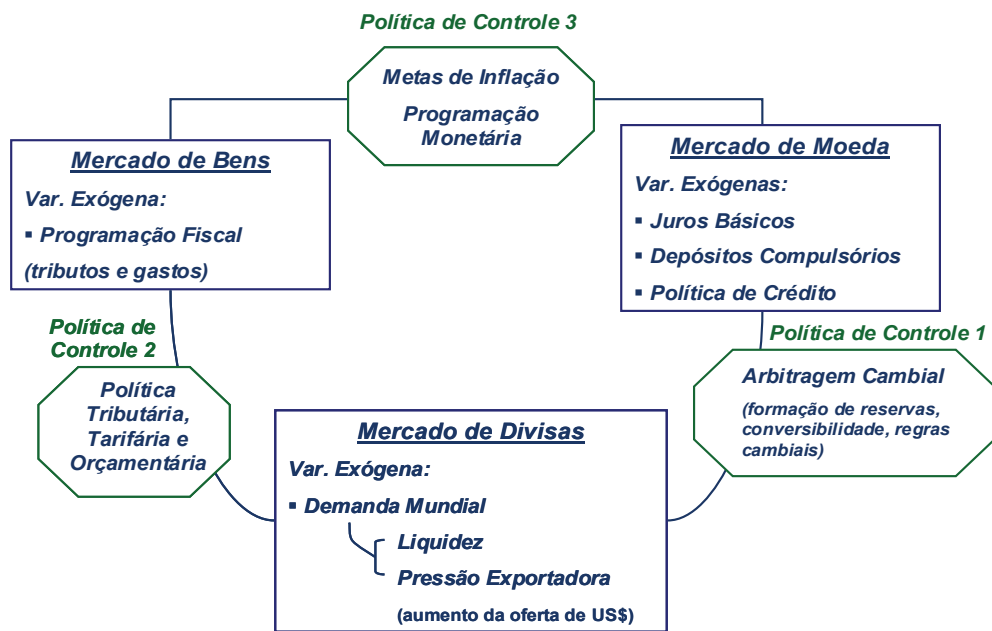
- **Paulo Rabello de Castro** – coordenador do debate e presidente do Conselho de Planejamento Estratégico da Federação do Comércio do Estado de São Paulo;
- **Antônio Delfim Neto** – economista, ex-ministro de Estado e professor emérito da Universidade de São Paulo (USP);
- **Luiz Carlos Bresser Pereira** - economista, ex-ministro de Estado e professor emérito da Fundação “Getúlio Vargas” (FGV);
- **Carlos Thadeu de Freitas Gomes** - chefe da Assessoria Econômica da Confederação Nacional do Comércio (CNC);
- **Paulo Francini** - o diretor titular do Departamento de Pesquisas e Estudos Econômicos da Federação das Indústrias do Estado de São Paulo (FIESP);
- **André Rebelo** - Gerente do Departamento de Pesquisas e Estudos Econômicos da Federação das Indústrias do Estados de São Paulo (FIESP);
- **Nicola Tingas** – economista, chefe do departamento da Federação Brasileira de Bancos (FEBRABAN);
- **Francisco da Silva Coelho** - presidente da Ordem dos Economistas do Brasil.
- **Roberto Macedo** - Economista, consultor e professor.
- **Carlos Alberto Longo** – Presidente IVAÍ Administração e Participações S/A, professor da Faculdade de Economia da USP.

POLÍTICA CAMBIAL E CRESCIMENTO ECONÔMICO: JUROS E GOVERNO SÃO A CHAVE

Paulo Rabello de Castro¹

1. Diagnóstico: É a taxa de câmbio – tanto a atual quanto a esperada – a que determina, com outras variáveis-chave da economia (juro e gasto público), o quê, quanto e como, vale a pena ser produzido no mercado brasileiro *versus* ser adquirido de um produtor externo. Este papel central da taxa de câmbio – repetindo, tanto da atual quanto da esperada no futuro – torna-se determinante do poder de compra dos salários e sinaliza para os empreendedores domésticos suas chances de lucrar mais ou menos produzindo no Brasil.

Com taxas flutuantes, o “equilíbrio” cambial decorre sempre dos mercados de Bens, de Moeda/Dívida Pública e de Divisas Estrangeiras



A continuidade da atual política de juros (cortes de 0,25 p.p. por reunião), combinada com a manutenção das reservas acima de US\$ 100 bilhões e a manutenção do risco-país em 160 pontos-base fará a taxa de câmbio migrar, segundo projeção*, para R\$ 1,90 por dólar, já no terceiro trimestre de 2007. Sobram evidências de que o centro da distorção cambial é a taxa de juros, assim como sobram exemplos em outros países de que há margem para correção. A questão, entretanto, é como corrigir? Em que dose? Como se pode ajustar esta distorção sem comprometer as expectativas do mercado?

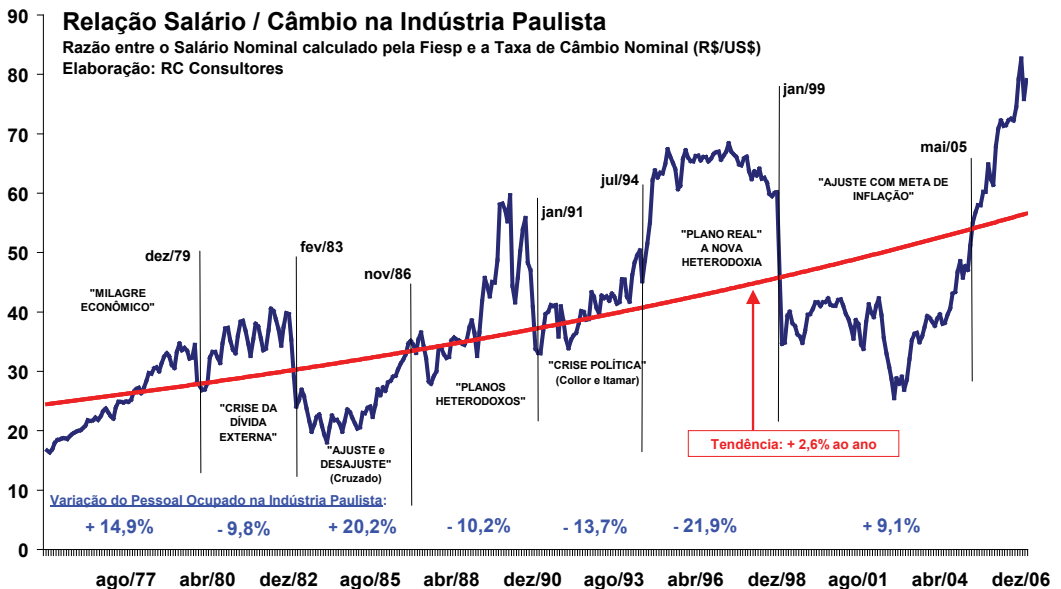
1 - O autor é sócio-diretor da RC Consultores e Vice-Presidente Executivo do Instituto Atlântico e Presidente do Conselho de Planejamento Estratégico da Fecomercio – SP. Colaborou Marcel Pereira, economista-chefe da RC Consultores e diretor de pesquisas do Instituto Atlântico.

* - Modelo utilizado pela RC Consultores. Esta projeção do câmbio foi feita, inicialmente, em fevereiro de 2007

Ano passado, o Ministério da Fazenda anunciou um conjunto de medidas liberalizantes para o câmbio. As referidas medidas não surtiram efeito, havendo, para isso, uma boa razão: o diagnóstico estava equivocado. O forte fluxo das exportações brasileiras (motivado, sobretudo, pela acentuada elevação dos preços internacionais das commodities) não foi o único fator responsável pela valorização da taxa de câmbio. Com a queda abrupta do risco-país, a paridade dos juros de equilíbrio reduziu-se rapidamente; porém, essa redução não foi acompanhada por um correspondente declínio da taxa Selic. O câmbio só não está ainda mais valorizado porque o Banco Central vem praticando uma política ativa de compra de moeda estrangeira, o que levou as reservas a subir de US\$ 60 bilhões para cerca de US\$ 120 bilhões.

2. Custos do Câmbio Valorizado: Estando mais valorizada ou apreciada, a moeda nacional ressaltará o poder de compra interno, mas tornará o salário pago ao trabalhador brasileiro **menos** competitivo, porque **mais caro**, induzindo o setor produtivo doméstico a criar **menos** empregos relativamente aos concorrentes externos. Quanto mais valorizado o câmbio, mais fraca será a demanda por trabalho no Brasil, o que estará refletido na evolução mais lenta (ou até quedas) do pessoal ocupado sempre que a relação entre salário e câmbio permanecer acima do ponto de equilíbrio.

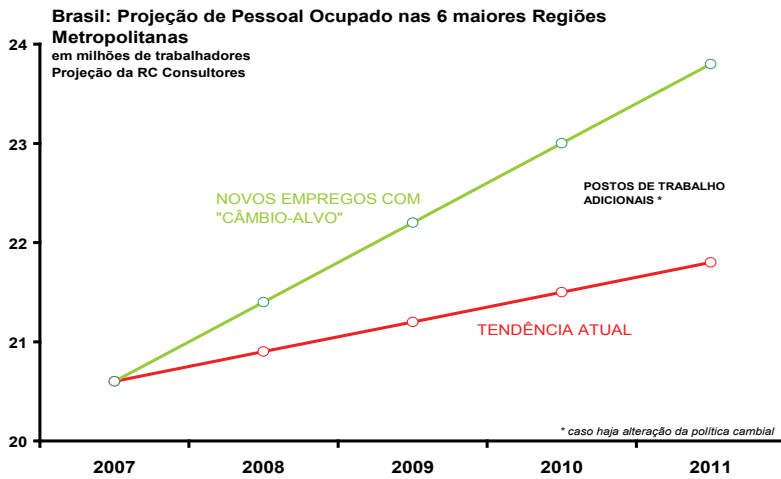
O gráfico a seguir mostra como a oferta de empregos na indústria sempre **caiu** quando o salário industrial, dividido pela taxa de câmbio da época, subiu acima da linha de tendência histórica.



Os efeitos deste desajuste no setor produtivo brasileiro são evidentes. Perde-se em competitividade, mais lucratividade e mais investimentos. Os caminhos desta perda são medidos por custos sociais - PIB perdido e menos empregos potenciais, uma vez que juros acima do equilíbrio implicam em PIB abaixo do potencial - e custos fiscais - aumento da carga tributária forçado pela sobrecarga de gastos com a remuneração de juros da dívida pública.

A persistir a tendência atual, projeta-se que, no biênio 2010-2011, a geração de empregos terá sido 12% menor do que o potencial de equilíbrio. Com os devidos ajustes, entretanto, poderão ser criados, até 2011, cerca de 2 milhões de postos de trabalho adicionais nas seis principais regiões metropolitanas do país.

Os custos fiscais do desequilíbrio são representados por uma necessidade extra de arrecadação tributária, para se manter a estabilidade monetária, de R\$ 55 bilhões por ano, correspondentes à sobrecarga financeira de juros mantidos acima de sua paridade externa. O custo social dos empregos que deixam de ser gerados é ainda mais significativo. A contrapartida desse enorme custo fiscal tem sido o ganho especulativo dos aplicadores, pois ao ágio pago pelo Banco Central, some-se o ágio cambial produzido pela contínua valorização do real.



3. Correções Urgentes: É necessário corrigir o passo da taxa de câmbio rumo ao nível de equilíbrio. Entretanto, não é desejável que a intervenção se faça diretamente; mas sim de modo indireto, embora igualmente eficaz, através das variáveis que influem e determinam a taxa de câmbio, especialmente os juros e os gastos do governo e, por conseqüência, o ritmo de produção interna.

É perfeitamente plausível “re-educar” o regime cambial brasileiro, de modo que o princípio de flutuação livre – sempre desejável – não seja submetido às influências desequilibradoras da ação do próprio governo enquanto este atua nos campos monetário (juros) e fiscal (gastos/tributos).

Taxas de Câmbio (R\$/US\$)			
(fim de período)	2007	2008	2009
tendência Atual	1,92	2,08	2,24
“câmbio-alvo”	2,09	2,31	2,49
obs: As premissas relativas ao “câmbio-alvo” são apresentadas no texto completo deste Sumário Executivo. Elaboração: RC Consultores			

A saída clássica seria através de maior aperto no torniquete fiscal (aqui entra o fator governo). Sem tanta pressão do gasto público sobre a demanda agregada, não seria necessário manter juros anormalmente elevados para manter a inflação dentro da meta. Seria a estratégia do “déficit nominal zero”.

Outras estratégias que também teriam efeito positivo:

- liberalização nas regras de conversão cambial pelos exportadores. A retenção de dólares pelos exportadores poderia passar a 50% imediatamente e, gradualmente, até 100%.
- criação de uma lei que obrigasse a permanência por um tempo mais longo do capital estrangeiro aqui aplicado.
- criação de um mercado *offshore* dentro do Brasil, através de uma legislação especial, que também regularizaria capitais irregulares de residentes.
- significativa redução do recolhimento compulsório sobre depósitos à vista, começando pela flexibilização imediata desse percentual, quando da sua aplicação em regiões mais carentes de irrigação financeira.

Todas estas opções passam por se estabelecer, como critério essencial, a equalização do tratamento entre investidores locais e estrangeiros. Equacionando estes gargalos, desatar-se-ia o nó do desequilíbrio entre câmbio e juros, levando o nível do real a um patamar mais competitivo para o setor produtivo (o equilíbrio de pleno emprego de mão de obra e de capital).

Uma outra alteração política significativa seria dotar o Conselho Monetário Nacional da incumbência de compatibilizar a indispensável busca da estabilidade de preços com outro objetivo, igualmente importante, de expansão da renda e do emprego. Este segundo objetivo, uma vez adicionado, requer um ajuste da política do Banco Central quanto a juros, e a do Tesouro Nacional, quanto à gestão da dívida interna e da despesa pública, respectivamente, de tal sorte a traduzir-se o ajuste do câmbio num “suave deslizar” na direção do chamado equilíbrio de “pleno emprego”.

EXPOSIÇÃO DE IDÉIAS E DEBATE

Um moderado ajuste cambial ajudaria a criar mais 2 milhões de empregos apenas nas seis maiores regiões metropolitanas até 2011: uma nova abordagem

Paulo Rabello de Castro

Iniciamos o debate de hoje com os agradecimentos do presidente, empresário Abram Szajman, e do diretor-executivo da entidade, prof. Antônio Carlos Borges, a todos os presentes a esta segunda reunião de 2007 do Conselho de Planejamento Estratégico da Federação do Comércio do Estado de São Paulo (Fecomercio). O tema a tratar, “A questão cambial e o Crescimento”, foi sugerido pelo prof. Borges e busca respostas à criativa pergunta: “Dólar a dois – gol para o Brasil?”. Como pretendemos divulgar os registros deste evento, pedimos a

vocês a cessão da sua “chapa” e das suas idéias, tal como no encontro anterior a respeito do PAC.

O câmbio tem tudo a ver com o crescimento perdido e a estagnação do País, prestes a assumir o caráter de secular. Estrutural já se tornou, há algum tempo. O Brasil está firmemente ancorado numa taxa de crescimento da ordem de 2,5 a 3%, cujo teto, em alguns subperíodos, não se conseguiu atingir.

O *paper* distribuído para discussão assinala que, com freqüência, a mídia deixa de considerar um fato extremamente relevante, a relação do câmbio (principalmente num regime de taxas flutuantes) com os mercados de bens, de moeda (no sentido amplo) e títulos públicos - isso tudo influenciando o chamado mercado de divisas.

Nesse último, o de divisas, temos tido um fenômeno novo, extraordinário e merecedor de considerações à parte. Trata-se do aumento espetacular da demanda mundial e, junto a ela, da produção agregada, também em nível mundial. Isso causa, em amplos sub-segmentos dos mercados internacionais de bens, taxas moderadas de inflação que, por sua vez, suscitam a questão da aparente futilidade de tanta ênfase no controle inflacionário brasileiro, preocupação de certa forma *démodé*, visto que o mundo tem feito a maior parte do trabalho de controlar a nossa inflação, de estabelecer um patamar inflacionário baixo, tendo em vista a grande oferta dos produtos finais, cada vez mais saturados pela híper competição produzida, sobretudo entre países da Ásia.

Por outro lado, o mercado de câmbio abriga uma variável dita exógena pelos economistas, que é a programação fiscal brasileira, tendo a receita de um lado e a despesa do outro. Falar em câmbio flutuante, portanto, sem levar em conta o fator governo, estritamente exógeno (pois este, em princípio, é quem define o quanto influirá sobre as variáveis fiscais) é realmente não querer tratar o assunto como ele deve ser tratado.

Tanto no mercado monetário, como no de títulos públicos, existe toda uma conceituação da política bancária. E, hoje, começa a se debater os recolhimentos compulsórios, apenas um item a mais a criar oportunidade maior ou menor para uma arbitragem cambial; ou seja, exatamente o sistema de controles bancários situado entre o mercado monetário e o mercado de divisas.

Verificamos hoje que o sistema de taxas flutuantes funciona no Brasil como um regime quase fixo, tendo em vista que a formação de reservas já não ocorre mais simplesmente por motivos estratégicos e já se transformou num processo de sustentação de uma banda implícita em torno de R\$ 2, o que é também uma consideração, embora técnica, muito relevante para discutirmos agora. E que nos leva ao tema da conversibilidade cambial, uma segunda consideração importante.

Se estamos a superar, tão rapidamente, a restrição externa, por que não avançar, também a passos largos, na obra de tornar o Brasil um país realmente detentor de uma moeda forte, porque conversível? Vemos, portanto, uma contradição muito grande nessa política de controle, nos controles cambiais *lato sensu*...

O governo continua a conviver com essas duas realidades: entre os mercados de divisas e de bens, mantêm-se políticas de controle importantíssimas, como as políticas tributária, tarifária e orçamentária. Isso influi muito sobre a taxa de câmbio, dita de equilíbrio. Agora mesmo o ministro da Fazenda atua para proteger determinados segmentos, ampliando-lhes o grau de proteção tarifária (para têxteis, calçados etc). É a confirmação explícita de um desequilíbrio no próprio campo cambial.

De volta à programação monetária, também colocamos em discussão o arcaísmo na gestão da dívida pública, vis-à-vis à posição em que o Brasil se encontra.

Deveríamos estar mais avançados na colocação de títulos tradicionais, prefixados. O Banco Central já deveria, em nossa opinião, ter agido com maior empenho do que tem agido. Isso tudo viria, quem sabe, colocar os devidos freios na posição vendida dos bancos, que tem sido realmente o principal motivo pelo qual todos apostam no Dólar abaixo de dois reais.

Por falar em Banco Central, observemos no gráfico Relação Salário/Câmbio na Indústria Paulista. Quando se adiciona o ágio cambial, ou seja, os ganhos de valorização do real calculados em 12 meses, em cada ponto, sobre as taxas praticadas pelo Banco Central, concluímos que os períodos de valorização do Real têm acrescentado para os aplicadores externos, que vêm com dólares e voltam com dólares, um ganho de até seis vezes sobre a taxa de juros "NORMAL".

Apresentamos, em seguida, a relação salário-câmbio nominal mensal, desde 1975. Não por acaso, em todos os períodos em que o câmbio no Brasil ficou competitivo, a variação do pessoal ocupado na indústria paulista esteve positiva, também. Sempre que avançamos para uma posição não-competitiva, isto é, acima da linha vermelha de tendência (no gráfico), a indústria imediatamente começa a ter a reação normal, que é a de dispensar pessoal na busca de maior produtividade da mão-de-obra. A curiosidade é que, nesse último subperíodo, exatamente após 2004, há um crescimento da mão-de-obra empregada, quando se poderia esperar o contrário pela intensa valorização do real.

Em parte devemos admitir que há fatos distintos no momento atual. Mas verificamos também que passam-se normalmente três anos, entre o momento em que a indústria percebe-se competitiva ou não competitiva e o momento em que ocorre o efeito final sobre o mercado de emprego. Testamos nove meses, 12, mas só com 36 meses de defasagem é que o ajustamento ficou interessante.

Fizemos também, um cálculo sobre o câmbio, não de equilíbrio, mas um câmbio-alvo, que seria aquele que, em cada momento, equilibraria a relação câmbio-salário. Basicamente, considerei que os salários são *inflexíveis*, ou seja, eles não estão indo nem muito para cima nem para baixo. Basicamente, perguntamos: qual a taxa de câmbio que, em cada momento do tempo, me traria de volta ao equilíbrio entre salários e câmbio? É exatamente esta a relação estabelecida pelo índice cambial calculado, ou seja, entre o câmbio observado e o câmbio alvo. A equação cambial que quisemos explicar é exatamente ao do desvio entre o câmbio alvo e o observado.

A regressão estatística desse desvio cambial em relação aos juros básicos dá uma elasticidade 0.60, bem razoável, ou seja, para cada aumento de 10 pontos percentuais no diferencial de juros, há uma valorização de 6 pontos no real, ou seja, um aumento do grau de desvio. Aliás, no caso, o sinal do desvio é negativo, porque o câmbio se valoriza.

Esse estudo estatístico começa em 1999, com a seqüência de 90 observações. Começamos, com US\$ 20 bilhões em reservas internacionais e fomos acrescentando US\$ 500 milhões de dólares/mês a título de aumento da reserva alvo, que estaria hoje (por este cálculo) numa faixa de, aproximadamente, 70 bilhões de dólares, o que seria razoável. Então, a diferença entre a reserva observada e a reserva alvo foi também estimada para mostrar, na regressão estatística, que há uma pressão a mais sobre a apreciação cambial advinda do aumento intenso das reservas.

Para finalizar, estimamos a equação de demanda por emprego, usando os dados também da Fiesp. Além de apresentar um sinal correto e uma elasticidade até expressiva de 0.88, que é uma elasticidade-preço, no caso do salário-câmbio em relação à população ocupada, foi possível projetar uma política alternativa com aquele câmbio alvo, de 2,09, 2,30 e 2,50 respectivamente, para 2007, 2008 e 2009. Esse moderado ajuste do câmbio seria o suficiente para criar, até 2011, nas seis principais regiões metropolitanas, dois milhões de postos de trabalho adicionais aos que serão gerados nas condições atuais.

É sobre essa mudança de rumo que, sem mais, gostaríamos de conversar com os prezados conselheiros, desde já agradecendo a paciência por terem ouvido essa breve explicação. Apresentamos algumas saídas mas, o objeto de nossa discussão é ouvi-los, a começar pelo prof. Delfim, em seguida o Luís Carlos (Bresser Pereira) e os demais.

O governo continuará a fazer pequenos ajustes sem enfrentar o verdadeiro problema...

Antônio Delfim Neto

Esse trabalho (do Paulo Rabello) é muito interessante. Talvez, apenas, agregado demais. O Brasil tem hoje infinitas taxas de câmbio, não só as três facilmente calculáveis - a dos básicos, dos semi-industrializados e dos industrializados - mas, para cada empresa, pelo seu tamanho e de acordo com a sua tesouraria, há uma taxa de câmbio. Os mais poderosos, ou mais espertos, têm forma de fazer com que seu câmbio seja melhor. De forma que você apresenta um sistema que, na verdade, é o contrário de tudo aquilo que a gente imaginaria. E caminha para uma liberação de movimento de capitais que, a rigor, foi o que você propôs, meio escondidamente. Acho que seria uma tragédia, mas podemos discutir isso. O importante, na minha opinião, é que você tem taxas de câmbio múltiplas. E, o que é mais grave, essa última mudança feita pelo governo muda na direção errada. Mostrarei porque.

Depois que se faz uma limpeza na teoria clássica do comércio internacional, extraindo dela tudo aquilo que aprendemos, sobra muito pouco, apenas uma proposição decente, a de que algum comércio é melhor do que nenhum comércio. E uma proposição formidável, a de que o imposto sobre a importação é um imposto sobre a exportação. Logo, quando aumento tarifa, valorizo o câmbio. É claro que aqui não terá muito efeito, por ser uma coisa infinitesimal, mas mostra, claramente, que a direção está equivocada. Acho que o governo reconhece alguma coisa errada e que o câmbio está equivocado. E temo que continuará a fazer pequenos ajustes, aqui e ali, sem enfrentar o verdadeiro problema.

O esquema (apresentado pelo estudo) é muito interessante. Faltou também mostrar que o câmbio hoje é uma coisa totalmente diferente do que era no período jurássico, quando me formei. Quando estudei, câmbio era, na verdade, preço relativo. Era o encontro de uma curva de procura de divisas, dada por todos aqueles que podiam importar. A oferta respondia ao que as pessoas desejavam importar a uma certa taxa de câmbio. Então, era um preço relativo. Ao introduzir a liberdade de movimento de capitais, lentamente, tira-se do câmbio o papel de preço relativo e dá-se a ele o papel de ativo financeiro. Ele é, realmente, um ativo financeiro de ajuste instantâneo, como todo ativo financeiro e, fundamentalmente, influenciado pelo diferencial entre os juros interno e externo. A negação desse fato é, na minha opinião, espantosa.

Se você fizer um contrafactual, irá deparar-se com um outro problema importante. Suponha que o governo não tivesse cometido tantos erros, como cometeu nos últimos 13 anos, e que tivesse feito um sistema de estabilização, como todos países fizeram, em que, terminada a estabilização, voltaria o crescimento. Qual seria a dificuldade? Em 93 e 94, o Brasil cresceu pela última vez. Só que havia algo errado, a inflação. Não havia déficit nominal, porque o imposto inflacionário financiava e sustentava o déficit (potencial) em torno de uns 3,5%. Só que, naquele instante, tinha que se tomar a decisão. Se fosse como na Irlanda, cortava-se 3,5% nas despesas. Mas, como era no Brasil, aumentou-se 3,5% na receita e se voltou ao equilíbrio (fiscal) para, a partir daí, tentar continuar a crescer 5% ou 6%, como cresceram todos os outros países que fizeram isso. O Brasil tem, na verdade, o mais brilhante plano de estabilização com o pior resultado final. Um contrafactual como esse mostra o seguinte: (se tivéssemos feito o ajuste pelo lado das despesas) não estaríamos dançando na liquidez atual, provavelmente estaríamos ainda com déficit em contas correntes, mesmo com o que aconteceu.

O segundo problema: tratamos muito superficialmente esse processo. Somos beneficiários de duas coisas importantes. Primeiro, com a expansão de 5% ao ano no mundo, apareceu a China, o desenvolvimento do Oriente Médio e a elevação do nível de preços, resultado da combinação de uma demanda que responde muito depressa e tem alta elasticidade de renda, cuja oferta é relativamente inelástica. É o caso do minério de ferro. Vendemos minério de ferro durante 40 anos a US\$ 17 dólares, de repente, o minério de ferro foi a US\$ 42. A idéia de que continuará em US\$ 42 é maravilhosa, porque significaria o seguinte: congelou tudo.

A Vale está hoje submetida a dois concorrentes sérios, a Anglo American, que exportará 40 milhões de toneladas, e a CSN, que usará a Casa de Pedra para exportar mais de 40 milhões de toneladas. Daqui a um ano o cartel brasileiro, que pode combinar com o cartel australiano, porque na Austrália também já estão surgindo outros produtores, desaparecerá. E sem poder

combinar com o cartel da África do Sul, porque também lá surgem outros produtores, enquanto o chinês está explorando minério de ferro, também na África. Assim, em três ou quatro anos, a oferta deixará de ser inelástica.

O caso do petróleo, outro problema, é típico. O chinês acabou de descobrir um negócio sério, lá (um enorme campo petrolífero). O Brasil tem, embaixo do lençol que exploramos hoje, um outro, maior ainda. Ou seja, a oferta de petróleo também encontrará seu caminho. A mesma coisa acontecerá com a soja e os outros produtos. Então, o que me parece é que nós estamos contando com a persistência desse processo e aí é que eu acho estar o nosso grande drama. Como você não distingue o setor de básicos, semi-manufaturados e manufaturados, acaba destruindo a única coisa que cria mercado interno. Temos que voltar ao velho princípio: o que cria mercado interno é a indústria; a agricultura libera mão-de-obra, porque ganha produtividade a uma velocidade enorme.

É tolice dizer que a agricultura não tem sofisticação tecnológica. É uma idiotice, porque não há setor onde a sofisticação tecnológica seja maior. Quanto produzíamos de cana há 20 anos e quanto extraíamos de álcool ou de açúcar de uma tonelada de cana? O problema da agricultura é que ela transfere todos os ganhos de produtividade para o consumidor, por ser um setor essencialmente competitivo. Então, o que acontece? Essa migração vai liberando mão-de-obra, que você tem que usar na indústria.

Foi por isso que, quando se perguntou o seguinte ao ministro Palocci, depois de ele terminar brilhante exposição, e concluir que tudo estava bem: “O senhor pode me dizer qual é o desenho que o senhor está esperando do Brasil, daqui a cinco anos?”. Palocci em ataque de lucidez disse: “Eu não sei...” Se dissesse o contrário, seria massacrado. Então, é o que eu digo: ainda que todos esses estudos sejam muito interessantes, estou absolutamente convencido de que há uma supervalorização cambial, produzida, basicamente, pela combinação da mais elevada taxa de juro real do mundo e do mais sofisticado sistema financeiro que existe. Igual ao nosso, em termos de sofisticação, só existe o sistema financeiro dos Estados Unidos e, talvez, o da Inglaterra. Não há comparação entre o nosso e os sistemas financeiros europeu ou asiático. De sorte que essa combinação é maligna.

E a imaginação brasileira para criar um novo mercado é de tal ordem que a BM&F já é a sexta Bolsa do mundo. Qualquer coisa que se crie no Brasil logo dá instrumentos para fazer *hedge*, para ter cobertura. O que acontece? Hoje, o Brasil é o último peru disponível no mercado internacional. Por isso, o Real é a única mercadoria que eles querem comprar do Brasil. Compram minério de ferro e soja porque precisam. Agora, bom mesmo é comprar reais, este é que é o grande instrumento. O governo comete grave erro resistindo a isso e tentando resolver o problema com medidas que, em vez de simplificar o sistema, o prejudicam.

Aprendemos isso: se há alguém que fez experiência nesse negócio, eu conheço e bem. Já experimentamos tudo, já tivemos uma taxa de câmbio para cada produto. No tempo da velha Cacex, quando nunca se ouviu falar numa corrupção, mostrava-se uma sandália praiana e (o diretor da Cacex) perguntava: “O que é isso aí, o que você pôs?”. Você respondia: tem aqui dois quilos de barbante, ele queria saber quanto valia. Você dizia, ele perguntava quanto você

queria ganhar, você estimava uns 15% de lucro e ele, então, encerrava o assunto cotando seu dólar a 2,34.

Já se experimentou de tudo no Brasil. Hoje voltamos às más experiências. Congelamos o câmbio quatro vezes: em 86, 90, 94 e desde 2004. Toda a vantagem que o Banco Central conta por aí com arrogância, de que controlou a inflação, é falsa. A inflação só caiu porque supervalorizaram o câmbio. O Banco Central não teve nenhum papel nisso. E essa última exposição de seus técnicos, dizendo que têm uma curva em S, uma curva de Philips, é de um ridículo atroz, para se morrer de rir. Falta dar ênfase a esse aspecto. O câmbio é o resultado natural de um fenômeno natural. De resto, acho muito interessante, muito engenhoso o trabalho econométrico (apresentado).

O país deve estar atento ao risco da Doença Holandesa

Luís Carlos Bresser Pereira

Também consideramos excelente o seu trabalho, Paulo (Rabello). E também estamos de acordo, integralmente, com as opiniões do prof. Antonio Delfim Netto. A questão do câmbio nos preocupa, há muitos e muitos anos. Ficou claro aos poucos, no final dos anos 70, que não há preço macroeconômico mais importante e mais estratégico do que a taxa de câmbio. Aquela frase do Mário Henrique (Simonsen), maravilhosa (“A inflação aleija e o câmbio mata”), diz isso de uma forma simplificada. Dos cinco preços macroeconômicos – câmbio, juros, inflação, salários e lucro - o mais estratégico, perigoso, porque pode promover ou conter o desenvolvimento, é a taxa de câmbio.

Depois de um período longo de administração correta, desde a desvalorização (cambial) que o Delfim fez em 1983, absolutamente fundamental para o País, o problema todo é que não se conseguiu controlar a inflação, que assumira um caráter inercial e, naquela época, ainda não havia instrumental de controle. Em seguida, veio o populismo econômico, enorme, no começo do governo Sarney. Em 94, acabamos com a inflação alta e, nem assim o desenvolvimento aconteceu. O que se desprende disso é que, em todos esses momentos, o problema fundamental foi macroeconômico.

A história de reformas salvadoras, a nosso ver, é uma tolice monumental. Não que sejamos contra as reformas, ao contrário, somos absolutamente a favor. Participamos de várias delas, uma das quais, a gerencial do Estado, continua a acontecer. O Brasil tem seu Congresso e devemos estimular os congressistas a fazê-las. De qualquer forma, reformas são coisas de médio prazo, enquanto políticas macroeconômicas, intervenções nas taxas de juros, câmbio e no ajuste fiscal têm efeitos num prazo bem mais curto. Tentar desenvolver o País na base de reformas, fazer algumas delas e deixar que o mercado resolva tudo o mais, é um desatino a meu ver tão grande quanto a loucura inversa.

É um desatino, por exemplo, imaginar que se pode resolver todos os problemas do Brasil com política industrial. E também somos, rigorosamente, a favor de política industrial. O novo

presidente francês, Nicolas Sarkozy, acaba de propor uma política industrial, mas sem conversa, sem discussão. Ele não é bobo, bobos somos nós, a repetir o que eles dizem e não o que eles fazem. Mas, isso é uma outra história. Imaginar que resolveremos os problemas do Brasil com política tecnológica industrial, ante essas taxas de câmbio e juros, esqueçam.

Agora, se tivermos uma taxa de câmbio de equilíbrio macroeconômico, uma taxa de juros da mesma natureza e um equilíbrio fiscal, deste modo uma política industrial sem dúvida ajudará, como ajudou a Lei de Falências. Aliás, esses avanços conjugados, de um lado e do outro, do lado liberal e do lado do planejamento, são necessários, mas o fundamental é a macroeconomia. O poder pertence hoje a quem entende de macroeconomia. O poderio dos bancos no Brasil foi construído nos últimos 20 anos, a partir do instante em que eles contrataram quase todos os macroeconomistas competentes do País. Só agora começam a surgir novos profissionais muito bons, que não são empregados dos bancos...

Começamos a criticar a estratégia de crescimento através de poupança externa, que nos é recomendada insistentemente pelos países ricos, (somente) quando suas conseqüências se tornaram irrefutáveis. Essa estratégia é contrária a todo o saber econômico, a todas as escolas econômicas. Eichengreen, brilhante economista contemporâneo, especializado em comércio internacional e fluxos internacionais, faz uma série de análises para explicar os problemas dos países em desenvolvimento e, em nota ao pé da página, afirma ser natural que países ricos em capitais transfiram seus capitais para países pobres em capital.

Parece óbvio. Entretanto, não encontramos país nenhum que se tenha desenvolvido somente à custa de poupança externa. Todos, sem exceção, cresceram com poupança interna. Em alguns momentos, a poupança externa foi útil e ajudou. Sempre nos disseram que os Estados Unidos cresceram com poupança externa. Não é verdade. Quando falamos de poupança externa, falamos de déficit em conta corrente e não de poupança externa na sua forma de financiamento, por empréstimo ou investimento direto. A China recebe grandes investimentos diretos, mas não recebe um tostão de poupança externa, porque tem superávit em conta corrente.

Na verdade, a China cresce com despoupança externa, ou seja, com investimentos diretos em outros países e com compra de títulos, principalmente do Tesouro americano. Os Estados Unidos tiveram, no final do século 19 e em dois breves períodos, déficit em conta corrente. Até os anos 80, até quando apresentaram um déficit crescente, hoje estrutural e muito sério, sempre acusaram superávit. Mas, como é um país desenvolvido, também essa é outra história.

Países que se desenvolveram usando poupança interna, sempre mantiveram sua taxa de câmbio competitiva e impediram sua valorização. Crescer com poupança externa significa ter sua taxa de câmbio apreciada. A taxa de câmbio que se teria, caso houvesse equilíbrio intertemporal na conta corrente é "x". Quando o déficit alcança de 3% a 4% do PIB, essa taxa de câmbio de equilíbrio será mais baixa, mais valorizada. Foi isso que aconteceu entre nós nos anos 90. Fernando Henrique, amigo querido, aplicou isso de maneira radical e disse, o tempo todo de seu governo, que crescimento se fazia com poupança externa, algo que se tornou um verdadeiro mantra.

Quando ele começou o governo, o déficit em conta corrente era zero e, em 99, estava em quase 5%. Se o aproveitamento de poupança externa passa de zero a 4,5%, pressupõe-se, normalmente, um crescimento de 4,5%, 4% ou 3,5% da taxa de investimento. Ora, quanto cresceu o investimento no governo Fernando Henrique nesse período? Zero. Quando medimos a taxa de substituição da poupança interna pela externa, verificamos que ela foi em torno de 100% nos primeiros cinco anos do governo FHC.

Descobrimos, então, um grande número de pesquisas, sem que eles tivessem uma teoria por trás - ou seja, o deslocamento de poupança, *savings displacement* em inglês. A grande maioria das pesquisas apura taxa de substituição média um pouco acima de 50%. No início dos anos 70, o Brasil cresceu extraordinariamente bem com a ajuda de poupança externa. Mas, o grande crescimento interno criava estímulos ao investimento, de forma que o aumento de salários, provocado pela valorização cambial, não ia para o consumo, e sim para o investimentos.

Fizemos essa análise e ficou claro que, até o final dos anos 90, essa estratégia de crescimento com poupança externa foi uma causa fundamental, associada ao câmbio super-apreciado. Em 1999, fez-se o câmbio flutuante, ao mesmo tempo em que, a partir disso, não tanto por causa da flutuação cambial mas, principalmente, por causa da situação internacional, a conta corrente brasileira de negativa virou positiva.

Deveríamos estar crescendo com despoupança externa, como a China e quase todos os países asiáticos dinâmicos. Entretanto, nosso crescimento continua ruim e, curiosamente, continuamos a ter superávit em conta corrente, exportações globais altas e superávit comercial grande, não obstante o câmbio, depois da crise de 2002, tenha voltado a se apreciar. Por quê? Só por causa da taxa de juros? A taxa de juros é, sem dúvida, uma explicação e, enquanto não for resolvida, não se resolve esse problema.

Quanto à doença holandesa, estamos convencidos de que se trata de um outro fator nisso tudo. Esse assunto é muito grave, uma falha de mercado séria, que exige intervenção e uma forma nada simples de neutralização. Além de apreciar o câmbio, na tentativa de crescimento com poupança externa, a doença holandesa mantém a apreciação, indefinidamente e a conta corrente em equilíbrio. Ultimamente, a Arábia Saudita alterna equilíbrio e *superávits* bem grandes em conta corrente, sem nenhum problema, exceto o fato de não crescer em hipótese alguma. A Venezuela idem e, quando resolveu crescer com poupança externa, foi um desastre absoluto. Países produtores de petróleo podem manter superávits em conta corrente indefinidamente e podem ficar indefinidamente semi-estagnados, como ficam.

No caso do crescimento com poupança externa a situação é mais complicada, porque o país começa a crescer com poupança externa, cresce e cresce, até quebrar e o mercado corrigir. No caso da doença holandesa, o mercado não corrige, até porque não existem mecanismos de correção do mercado. Nosso convencimento da seriedade do problema da doença holandesa se deu a partir da observação do comportamento cada vez pior da indústria, desde o início dos anos 90 - a nosso ver, um processo evidente de desindustrialização. Não é um processo violento,

porém acabará matando a galinha dos ovos de ouro. As indústrias com maior sofisticação tecnológica são as mais atingidas.

Aos poucos a indústria brasileira se transforma, como aconteceu no México, que começou com as indústrias maquiadoras situadas na fronteira e hoje espalhadas por todo o País. Tecnologia, tudo que é importante, chega ao México aos pedaços e lá é montado por mão-de-obra mais barata. Economistas, a nosso ver incompetentes, alegam falácia quanto aos males da doença holandesa, e apresentam dados relativos ao que está acontecendo nos últimos cinco anos. O problema não é dos últimos cinco anos e, sim, dos últimos 15, 17 anos. Por que?

O segundo fato que nos convenceu do problema da doença holandesa foi o desenvolvimento brasileiro de 1930 a 1980, quando o País cresceu mais do que qualquer outro em termos absolutos. O Japão cresceu mais *per capita*, mas nós também estivemos entre os primeiros, apesar do elevado crescimento populacional da época. Em todo aquele período neutralizamos a doença holandesa. Se agora padecemos dela, com o agravante dos preços internacionais maiores, o fato é que o mesmo deveria ter ocorrido em 1930, 40, 50, 60 e 70. Em 30, o fato concreto é que não dispúnhamos dos recursos naturais que temos hoje, agrícolas e minerais.

Então, como crescemos? Só há uma explicação: administramos a taxa de câmbio de tal forma que neutralizamos a doença holandesa. Foi exatamente isso que fizemos, de várias maneiras, câmbios múltiplos, formas racionais, embora rudimentares, confusas. A mais elegante delas ocorreu no período em que o Delfim administrou a economia brasileira e legou o modelo aos que o sucederam. E qual era esse modelo? De um lado, tarifas de importação elevadas, de outro, subsídios à exportação de manufaturados e, no meio, a agricultura de exportação, que tinha, portanto, um imposto, forma clássica de neutralização da doença holandesa. O imposto tem que ser administrado, mas estava ali.

Fizemos isso de várias maneiras, durante 50 anos. A agricultura reclamava de confisco cambial, mas não era confisco nenhum. A Argentina, por exemplo, cresce de forma extraordinária, porque seu ajuste fiscal é melhor do que o nosso, porque a taxa de juros é mais baixa e porque a taxa de câmbio se mantém em três (pesos por dólar), graças a uma política de administração do câmbio dura, da qual fazem parte retenções sobre a soja, a carne e o trigo. Os agricultores de lá perdem com isso? Nada, ganham rios de dinheiro.

O que aconteceu em 1990? Defendemos com vigor a abertura comercial, mas alertávamos, o tempo todo, no Conselho da Fiesp: cuidado, temos que abrir, sem perder o controle da taxa de câmbio. Aconteceu de perdemos as tarifas de 90, entre 90 e 92. Em 1992, abrimos o mercado financeiro, medida contra a qual somos contrários. Porque achamos que o Brasil tem que administrar sua taxa de câmbio. Câmbio flutuante, mas administrado. Podem chamar de sujo o quanto quiserem, mas administrado é o termo mais correto. Com as mudanças, a indústria brasileira ficou totalmente à mercê da doença holandesa. Adoeceu e o mal se agravou, mais ainda agora por causa dos preços internacionais.

De todo modo, a doença holandesa brasileira não é tão grave quanto a do petróleo. Vamos supor que a taxa de câmbio de equilíbrio fizesse com que uma empresa industrial fosse competitiva, utilizando a tecnologia no estado da arte, salários correspondentes ou, então, salários um pouco mais baixos, compensando razoavelmente certas coisas de infra-estrutura e instituições não tão boas quanto de países ricos. Feito isso, essa indústria seria perfeitamente competitiva, não precisaria de tarifa nenhuma para enfrentar a concorrência internacional.

Peguemos a base 100. Num país como a Venezuela, ou como a Arábia Saudita, o custo marginal da produção de petróleo leva a taxa de câmbio, facilmente, a 20 ou 30, dependendo do custo nacional da produção de petróleo. Resultado: se qualquer um de nós resolver investir na Venezuela, usando o estado da arte da tecnologia, e aplicar milhões de dólares, perderá tudo um ano depois, derrotado pelos concorrentes internacionais. No caso da soja ou da cana-de-açúcar, a proporção da perda não é de 100 para 20 e sim de 100 para 70, 80 - varia de acordo com os preços internacionais. Há certos momentos em que pode desaparecer, completamente. De repente, o preço da soja cai e a doença holandesa desaparece. Se tivesse alguma coisa onerando a soja, teríamos que retirar (esse ônus). Em certos momentos, é preciso subsidiar a exportação do produto, caso contrário, os agricultores quebram. Sabemos que esses preços internacionais variam muito, mas temos que voltar a administrar nossa taxa de câmbio com seriedade, se quisermos provocar o desenvolvimento do país.

Em tudo isso há uma pesada carga de ideologia. Estamos aqui na Federação do Comércio, a dizer que a globalização comercial é uma enorme oportunidade para países de renda média, como o nosso, e que somos favoráveis à globalização comercial, não a financeira. Outros dizem o seguinte: vivemos a globalização, estágio atual do capitalismo, ou da economia de mercado, a interdependência entre as nações aumentou muito (o que é verdade), logo, a autonomia de cada Estado nacional diminuiu, logo, os estados nacionais não são mais relevantes e as políticas deles não são mais relevantes. Essa lógica é uma loucura completa.

Como faríamos o mesmo discurso?

Vivemos a globalização: globalização é abertura comercial no mundo inteiro, abertura de todos os mercados à competição. Em consequência dela, aumentou bastante a interdependência entre os Estados (verdade). Isso resultou numa certa redução na autonomia das nações. É verdade, até aqui. Aí vem o "logo": logo, como essa interdependência e essa perda de autonomia ocorreu por causa de um aumento brutal da competição, isso significa que as estratégias dos competidores, aplicadas em suas nações e seus Estados se tornaram mais relevantes e muito mais estratégicas. Ou nós re-elaboramos nossas estratégias para o desenvolvimento, ou seremos liquidados por quem elabora as suas. A globalização não é uma competição apenas entre empresas. Nela também competem Estados e nações. E a coisa mais importante em tudo isso é a taxa de câmbio.

Para concluir: esses economistas (aqueles da PUC), dizem que a taxa de câmbio não é administrável no longo prazo, só no curto e por pouco tempo. É isso que está nos livros-texto que usam, contra todas as evidências. Obtêm PhDs nos Estados Unidos, a maior potência do mundo sob todos os pontos de vista, mas um país que tem dificuldade em administrar

sua taxa de câmbio, essencialmente porque é a moeda-reserva. Se você tem moeda-reserva, em princípio não pode mexer nela, o mercado determina qualquer mudança. Isso funciona, porque os EUA são muito grandes, ao contrário de nós, que não temos moeda-reserva e somos bem pequenos. Como o Delfim mostrou, o preço do câmbio já não é um preço relativo entre importação e exportação: os fluxos de capital mudaram completamente. De forma que, se não administrarmos a taxa de câmbio, estrategicamente, podemos continuar semi-estagnados por mais 20 anos.

Política cambial parece moderna, mas é incoerente

Roberto Macedo

Sou um desses PhDs que estudou no exterior e conhece uma história muito relevante. Não se discute taxa de câmbio nos Estados Unidos. Certa vez, um sujeito de uma multinacional pediu que explicássemos à diretora financeira da sua empresa, que por aqui viria, o que era taxa de câmbio. Pegamos três notas de um Real e uma de um Dólar, mostramos e a mulher logo entendeu. Realmente, pensa-se em taxa de câmbio porque é uma moeda conversível.

Um breve comentário a respeito do que o Delfim falou do papel da agricultura: nosso primeiro trabalho, depois de graduado, foi traduzir um artigo exatamente acerca do papel da agricultura; traduzimos e nossa cabeça cepalina mudou. O problema da agricultura é sua dependência da fotossíntese. Se você controlar pela fotossíntese, é um processo industrial como outro qualquer. O autor dá exemplos, fala do efeito estufa, do clima constante da ilha de Bali, onde se planta e colhe em ritmo industrial. Se você visitar, por exemplo, o frigorífico da Sadia, verá um processo contínuo de criação de porcos, animais e flores em estufa. Há muito progresso tecnológico que pouca gente vê.

O Bresser ficou com a *political economy*, nós preferimos uma versão só com gráficos e tabelas. A respeito do trabalho (do Paulo), temos uma observação, referente ao segundo gráfico, aquele da relação câmbio-salário: no primeiro período, não era o câmbio que subia e, sim, o salário. Durante o milagre econômico a situação era totalmente diferente. Houve até crise de mão-de-obra, tal como reclamada hoje pelo pessoal da cana. Pena que o problema não continuou, porque os salários começaram a subir. Se tivéssemos herdado aquela crise, depois de crescer vários anos em ritmo chinês, se a tivéssemos mantido por mais tempo, não estaríamos na situação de agora. Isso expõe a incoerência da atual política cambial em relação às políticas anteriores.

Gostamos, particularmente, do enfoque do *paper*. Já defendemos, em artigo de jornal, um enfoque holístico para o problema que enfrentamos, aliás muito complicado, que uma política aqui e outra ali não têm condições de resolver. A questão deve ser tratada em seu conjunto, cuidando-se em particular das políticas monetária e fiscal e de seus efeitos sobre o câmbio. Por isso, propomos acréscimos ao trabalho. Por exemplo: sozinho no combate à inflação, o Banco Central usa - a nosso ver de forma equivocada - o único remédio que possui, a taxa de juros.

Nós apelariamos até para alguns procedimentos abjetos entre os economistas, como acompanhar preços, não controlar, mas ver o que acontece na área, identificar pontos de estrangulamento e, eventualmente, reduzir uma tarifa aqui, outra ali, para aliviar o papel do Banco Central, que parece lutar sozinho contra a inflação. Quanto à questão mais central do *paper*, “juros e governo são a chave”, como resolver, em particular, a questão dos juros? Há que superar toda a resistência do Banco Central. Gostaríamos de saber se você, Paulo, tem alguma “dica” a respeito de como fazer isso, porque é uma luta inglória para os economistas que têm batido no Banco Central...

A outra é com a parte fiscal. Nós também achamos que tem que ter déficit zero e somos mais conservadores do ponto de vista fiscal do que do ponto de vista monetário. A chave da coisa é a questão monetária. Não é de nossa área, mas achamos tão ridículo que começamos a estudar essa política de metas (de inflação). O relatório do FMI do ano passado tem um *paper* sobre política de metas de inflação muito interessante. Fala que não está provado que, entre os países que adotaram e não adotaram, exista diferença muito grande. Há que se pensar cientificamente. Essa coisa começou em 99, com o Arminio (Fraga) e, em termos de ciência, temos um período muito curto de experiência com esse negócio. Há períodos em que a inflação sobe, e quando sobe o juro, dá uma segurada. Mas, quando ela desce, como agora, não se sabe o que fazer.

Toda essa história de influenciar a expectativa (nesse *paper* do FMI) num sistema muito influenciado por *commodities* - o efeito das *commodities* sobre o preço é muito alto - então às vezes você está achando que é efeito da política monetária e é efeito de (de preços de) *commodities*. Se tiver *pass through* do câmbio, que aqui no Brasil ocorre com razoável grau, você também não pode achar que é a política monetária que está funcionando, é negócio do câmbio. Agora tem o efeito-China sobre a política monetária, os preços baixos e também estão ignorando isso. Então, achamos que hoje, (o correto) é nessa linha do Delfim. O Banco Central diz que controla a inflação - isso achamos uma grande farsa - não é o Banco Central que está controlando a inflação e sim o câmbio barato, preços chineses e coisas do tipo.

Quando você vê as estatísticas, o salário real dos trabalhadores sobe, o pessoal fica comprando coisas na 25 de Março, lojas de R\$ 1,99, é muito barato hoje você andar de tênis, calça *jeans* e camiseta. Então, tem um efeito que o pessoal não percebe, para cima a coisa funciona melhor do que para baixo e não se percebe isso. O que está segurando o câmbio? São os fluxos de comércio, ou o resultado do balanço em conta corrente ou a taxa de juros? Tem um pedaço de cada um. O fator preponderante é que melhoraram muito as contas externas.

Então tem o efeito do juro. Mas o que você faz? Na dúvida, ataca os dois. Você não vai resolver o problema do excesso de dinheiro no comércio se não crescer mais... E também precisa resolver o problema do efeito do juro sobre os fluxos financeiros. Então, você tem que atacar os dois, é isso que eu chamo de enfoque holístico. Tem aí o déficit zero, eu sou a favor disso, acho que tem ser ultra conservador na parte fiscal. Inclusive, lá na frente e, eventualmente, até tentar reduzir a carga tributária, para poder soltar a parte monetária. Agora, não sabemos como soltar essas duas coisas...

Mas, tem que atacar essas duas frentes, contra a resistência muito grande Banco Central, como resultado daquilo que uma vez ouvimos um professor falar: a teoria às vezes é um conjunto de crenças compartilhadas e aplicada à política econômica sem nenhum grau de noção da realidade. Isso prevalece no Banco Central, prevalece no sistema financeiro, há uma cumplicidade do Banco Central... O Bresser falou desses economistas, os *chief-economists* de bancos, uma geração. Agora, começou a melhorar na margem, mas os melhores economistas foram para os bancos, quase todo mundo quer fazer carreira, quem está na academia quer ir para os bancos, (inclusive) quem está no Banco Central, às vezes, quer ir para o setor privado. O pessoal do Banco Central devia ser gente mais madura com maior vivência da economia...

O Banco Central mais acertou do que errou

Carlos Thadeu de Freitas Gomes

Passamos pelo Banco Central várias vezes. Falta-nos aí uma pessoa que venha dos *hedge funds*, um representante do outro lado do mercado. Não necessariamente dos bancos, dos *hedge funds*. Em termos de política monetária, você diz o seguinte: realmente o que importa é como o Banco Central vem executando a política monetária, a estrutura a termo das taxas de juros. Isso é muito importante, do ponto de vista de como o câmbio está hoje, porque o Banco Central tem tido realmente muita sorte nessa área de tentar administrar expectativas. Isso é uma realidade, a gente não pode negar que deu certo. O mercado hoje está dentro da linha do Banco Central e está indo muito bem. Agora, evidentemente, do ponto de vista de taxa de câmbio, quando o Banco Central faz uma ata do Copom, como tem feito nos últimos anos, dizendo que a taxa de juros vai cair lentamente, em doses homeopáticas, e usa o termo “parcimônia”, como tem usado várias vezes, ele induz o mercado a que as taxas de juros vão ter uma taxa já prefixada...

Então, ao prefixar aquela taxa de juros (esperada), obviamente atrai muito recurso externo, porque tem o ganho dos juros e o ganho do ágio cambial. Essa ata do Copom devia ser uma ata mais bem formulada, como outros bancos centrais fazem. Há um balanço de risco que pode ocasionar uma queda da taxa de juros maior ou menor, mas não se deve dar uma certeza, como ele tem dado de alguns anos para cá. Foi isso que levou a essa entrada maciça de dólares, depois da qual (o Bacen) é obrigado a entrar no mercado, comprando os dólares.

Mas, o que é mais sério do ponto de vista prático funcional é que hoje temos no Brasil o (resultado operacional) *undersold*, isto é, há dinheiro sobrando no mercado e o Banco Central toma mais de R\$ 100 bilhões por dia, colocando títulos públicos e que dão um certo ganho real. Esse dinheiro está sendo remunerado a taxas reais de juros elevadíssimas e as nossas reservas não. Quando você entra e compra ações, perde e quer sair, você tem a perda de capital na ação. Mas, se você entra comprando títulos públicos e não perde na saída, então a saída pode ser muito perigosa em qualquer circunstância.

Como já houve no passado uma crise de saída e o Tesouro entrou comprando títulos públicos, ele deu garantia de manter o preço do título público. Então hoje isso se tornou um

ganho extraordinário. Outro dia, vimos um artigo do Antonio Carlos Lemgruber dizendo muito bem que o País toma dinheiro a 12,5% sem precisar, porque ele toma inclusive no curto prazo, pagando muito caro. Outra questão importante, do ponto de vista operacional, é que (antes) sempre trabalhávamos com o mercado financeiro e monetário *oversold*. Faltavam reservas. Hoje o mercado está com sobra de reservas. Então, operacionalmente falando, poderia se gerar um pouco mais de risco nesse dia-a-dia (do mercado), para que as instituições financeiras não tivessem tanta certeza de ganho. E se poderia fazê-lo, desde que se tomasse dinheiro em condições um pouco diferentes da taxa Selic-meta. A Selic-*over* poderia ter algumas variações, como também a ata do Copom poderia conter algumas dúvidas para não gerar tanta certeza sobre a queda (anunciada) da taxa de juros.

Outro ponto importante também é a entrada de capital estrangeiro não residente para comprar títulos públicos. Hoje, está em cerca de US\$ 15 bilhões, é um montante razoável. Achemos que, quando o Banco Central deu isenção, era o momento. Hoje, você tem um momento (diferente) de enxurrada de dólares... Aí, não vemos sentido em dar isenção para não residentes, alegando-se aquele mito de tentar alongar a dívida interna. O ministro Delfim já participou desse mito várias vezes, no final da gestão dele no Ministério do Planejamento. Alguém quis tentar fazer alongamento da dívida interna com papel monetário e fez um leilão maravilhoso, o mercado entrou comprando extraordinariamente e ele resolveu não vender o leilão - porque não fazia sentido colocar papéis com juros reais de 20% ao ano e papéis girados diariamente...

Sob o tal mito de se alongar a dívida pública interna, muitos erros são feitos. Não existe alongamento de dívida pública interna com investidor não residente, porque ele sai a qualquer hora. A dívida interna tem que ser alongada lentamente com o Banco Central e o Tesouro Nacional, também. Falamos sobre o Banco Central, mas também temos o Tesouro. Quem decide sobre as taxas de juros é ele, o Tesouro Nacional, com taxas de juros (propostas) nos leilões primários. Nos leilões secundários, para se tomar dinheiro é o Banco Central quem decide, mas em qualquer circunstância e, muitas das vezes, o próprio Tesouro aceita taxas extraordinárias, que poderia não ter aceito - basta não colocar (papéis) no leilão que o mercado se adapta às taxas mais baixas.

Cortes nas taxas de juros Selic evidentemente não podem ser abruptas. Estamos em uma situação que exige um pouco de *fine tuning* na política monetária, como sempre teve que ser. Mas, desta vez, mais ainda, porque temos excesso de reserva (monetária), superior a R\$ 100 bilhões, tomada diariamente pelo Banco Central. Qualquer chance de o Banco Central errar nesse modelo pode levar o excesso de recursos para o setor real da economia de uma só vez e gerar problemas inflacionários. O próprio Banco Central se colocou numa camisa-de-força, na medida em que esse *undersold* cresceu muito. Mês passado, coisa inédita, sobraram mais de R\$ 10 bilhões. É óbvio que, num mês só, isso se acomoda, não é uma coisa permanente. Mas, em qualquer circunstância, os vendidos ganham muito em cima do Banco Central.

Parte importante desse trabalho do Paulo Rabello, é o custo fiscal dessas intervenções e colocações de *swaps* pelo Banco Central, porque já faz algum tempo que ele está comprando Dólar a R\$ 2,07: o Dólar cai e a taxa de juros continua alta; colocam-se títulos públicos, perde-se nos *swaps*, e perde-se em intervenções cambiais. Isso tem custo fiscal. Um dos pontos mais

importantes, desde administrações passadas, é que, no passado, tínhamos a preocupação fiscal de estarmos pagando demais e, hoje, ninguém tem essa preocupação. Paga-se porque realmente é isso que o mercado quer. É óbvio que hoje, devido à sofisticação do mercado financeiro, as coisas mudaram muito.

Os mercados financeiros são mais sofisticados, você faz arbitragem no mercado futuro de juros, toma curto e dá longo. Por isso, as atas do Copom são importantes, porque elas permitem uma série de arbitragens, o capital estrangeiro vem aqui e ganha em cima dessa arbitragem, facilmente. Achamos que o regime de metas de inflação deu certo, foi bem feito e bem controlado, mas está precisando de uma dosagem mais operacional... Por exemplo, nessa última reunião do Copom não fazia sentido ter três diretores contra e dando um sinal para o mercado de fechamento de taxas. É óbvio que qualquer pessoa, ali naquela mesa, sabia: se temos três votos contra, é melhor baixarmos 0,5% e ser uma coisa definitiva, ou baixarmos 0,25% em termos unânimes.

Então, na ata do Copom deveríamos administrar as taxas de juros futuras. Mas houve três votos contrários, (e, em conseqüência) as taxas tiveram uma queda no mercado, fora do controle do Banco Central. Naquela reunião, faltou alguém do mercado sentar na cadeira e falar o seguinte: “Caro diretor, essa decisão com três contra não vai dar certo. Vamos dar um sinal ao mercado. Por mais que o mercado não queira interpretar como um sinal, é um sinal. Então, é melhor todo mundo votar a favor de 0,5% e mostrar na ata”. São essas coisas que têm que ser colocadas. Finalmente, achamos que dar isenção para não-residentes comprarem títulos públicos é, realmente, aumentar nossa carga tributária, de maneira desnecessária.

Fiesp preocupada com a desindustrialização crescente

Paulo Francini

O trabalho aqui apresentado, excelente, chama os produtores de tartamudos, quando preferiríamos dizer “gente que fala, mas em voz muito baixa”. As opiniões manifestadas nessa mesa convergem para o consenso, mas lá fora se pensa diferente. Você, Paulo, foi feliz ao ressaltar todas as atrações, vantagens e conquistas de corações e mentes, capazes de serem provocadas por uma taxa de câmbio valorizada. E elenca as felicidades, inúmeras, por sinal... Por quê? Porque a taxa sobrevalorizada promove um efetivo controle da inflação. Como o Delfim salienta, muito disso se deve à taxa de câmbio que, por sua vez, concede um poder maior de compra, viagens, vantagens, às pessoas que recebem em reais.

Num artigo do Delfim, na época do governo Fernando Henrique, sob o título “Diálogo interrompido”, ou algo assim, tivemos a explicitação do mesmo fenômeno, sujeito a outras convicções. Por quê? Porque, quando você elenca as vantagens, aponta também o grande perdedor, o setor produtivo, a minoria no conjunto da sociedade brasileira. Minoria com voz de minoria mesmo, pouco audível pela maioria. Além disso, vê-se, ainda, a exceção dentro da exceção. Por quê? Porque o setor produtivo em termos mais amplos não vem cumprindo sua tarefa em termos de crescimento, exceto em segmentos isolados, que convivem hoje com a situação atual de forma feliz.

Vejam os segmentos siderúrgico e de papel e celulose, a retomada do investimento agrícola e, portanto, dos bens da indústria dedicada à agricultura e a construção civil... Existem ilhas de razoável satisfação, nesse panorama de maior pobreza. As dificuldades são realmente grandes para se fazer valer a sua preocupação, a percepção desse processo destruidor, que chamamos de “porosidades” a se espalharem pelo tecido da indústria de transformação. O Bresser salientou dois pontos importantes: em 2005, a Fiesp fez um seminário sobre desindustrialização, palavra pouco usada na época. A entidade introduziu os temas da doença holandesa e da desindustrialização há dois anos.

Essa preocupação não é de hoje, como também não é um fenômeno de dois anos. Quando constatamos, na nova metodologia do IBGE, que recalculou o peso dos vários setores e atividades na formação do PIB, percebemos que o da indústria de transformação foi de 21 vírgula alguma coisa (por cento) para 17 vírgula alguma coisa, ou seja, no ano 2000 tinha caído 4 pontos percentuais. E por quê? Porque isso estava ligado ao passado, à década de 90, a determinados fatores de mensuração da matriz insumo-produto lá do final da década de 80, com todo o processo da abertura desastrada promovendo seus efeitos. O que, então, se percebe é que essa porosidade não surge assim, de um dia para outro. Ela é porosidade mesmo, se dá no correr do tempo e tal ocorre sem ser muito percebido, exatamente porque não é abrupto.

Achamos, por isso, que seu trabalho, ao assinalar as benesses do câmbio valorizado, coloca o dedo na dificuldade daqueles que percebem o risco - para não dizer, mais do que risco - o processo destrutivo que vem se estabelecendo na indústria de transformação e cujas conseqüências nós vamos colher, estamos colhendo e iremos colher ainda mais à frente. A preocupação existe. O Bresser mencionou, num trabalho recente, onde tais porosidades estão acontecendo mais e onde elas são mais fortemente empobrecedoras. Se olharmos como tem decaído o valor agregado por produto e se diferenciarmos os produtos em termos de tecnologia contida, de alta, média alta, média baixa e baixa tecnologias, as maiores perdas são da alta e da média alta tecnologias, onde existe maior perda do poder agregado por unidade de produto.

Portanto, além de uma indústria definhando, criando porosidade e buraquinhos na sua estrutura, enfrentamos a maior seletividade desse processo. A menor perda de valor agregado é nos produtos de mais baixa tecnologia. Não quero dizer que a Federação das Indústrias faz tudo o que deveria, porque isso ninguém faz. Mas ela, de certa forma, tenta fazer. O presidente do Banco Central disse que de uma coisa ele tem certeza: sempre que disserem que o Banco Central está errado, significa que ele está certo. Se você parte desse tipo de convicção, talvez seja melhor começar a dizer que o Banco Central está certo, para ver se ele muda e diz que agora está errado. Isso, Delfim, certamente não existia na sua época, mas o pessoal ficou mais bajulador. O presidente da República tem essa dificuldade adicional: quando se reúne com os empresários, também os da indústria, todo mundo diz que está tudo muito bom...

A valorização cambial decorre de arbitragem financeira

Nicola Tingas

Começando pelo *paper*, muito bom... Todos nós sabemos, hoje, a grande discussão sobre câmbio é a seguinte: por que o câmbio é tão afetado? Primeiro, por uma balança comercial abundante, extrema. Apesar da qualidade das exportações, elas estão cada vez mais concentradas por produtores exportadores: temos uma participação maior da exportação (no PIB), mas ainda aquém (do ideal) ... A balança é muito forte e não tem ainda perspectiva de reversão. É um trabalho que foi feito há algum tempo, começou no ministro Delfim, o modelo exportador lá atrás, a coisa veio vindo e foi aperfeiçoada nos anos 90. A questão é como a gente administra, que intenção a gente tem com essa balança comercial, com a conta corrente e o balanço de pagamentos... Essa é a questão: o que o Brasil enxerga como objetivos de médio e longo prazo?

O que fazer com essa balança, se abrimos, por exemplo, à importação de bens de capital estratégicos para alavancar mais a produtividade da indústria, da exportação etc. Falta uma política mais ampla, que as empresas privadas desenvolvem, mas o governo não. O câmbio muito forte é questão da arbitragem financeira. Se não nos enganamos na data, em fevereiro de 2004, o (o presidente do FED, Alan Greenspan, fez um discurso em Pequim e falou do "Conundrum", tentando explicar em que existia isso... Não explicou. Na verdade, não tem livro teórico que explique o Conundrum. Vivemos um novo paradigma, um *gap* enorme, um avanço de tecnologia enorme, um avanço da Internet que deu outra margem (muito maior) para os negócios, deu uma velocidade incrível. Tem aí o *e-commerce* como outro grande exemplo. Temos o mercado global, instantâneo. Temos uma oferta ampla na economia mundial.

Brincamos que o produto industrial virou *commodity*, você fabrica em escala cada vez mais barata e a *commodity* talvez seja o que tem hoje valor agregado, tecnologia,... essa coisa toda. Estamos num ciclo (de alta), segundo os economistas, depois de três décadas, uma economia de ciclo longo, talvez de duração de oito a 10 anos. Estamos agora, provavelmente e segundo esses economistas, por volta do quinto ou sexto ano. Se isso for verdade, temos mais três a cinco anos de crescimento amplo no mundo. Então, a continuidade de uma oferta muito ampla e juros baixos são consequência desse processo.

No Conundrum, o juro longo está menor que o curto, porque vivemos um fenômeno de deflação global. Se temos deflação global, temos uma outra condição na economia mundial e local. O que acontece? Isso tudo gera um excesso de liquidez enorme e falta lastro para colocar esse dinheiro, falta ativo financeiro. Você conversa com o pessoal de *private equity* e ouve: mostra o projeto, mostra qualquer coisa, que há dinheiro para projeto bom. Se aparece coisa que valha a pena, há dinheiro para financiar. Mercados emergentes deixaram de ser emergentes por conta disso. Há dois anos, em reunião do Emtra (Emerging Market Trade Association), em Nova Iorque, o pessoal se dizia: e agora, onde está o risco? Os participantes se entreolhavam, todos *vips* de Wall Street e ninguém localizava onde....

Quem vai explodir? Ninguém. De fato, estamos diante do mercado (de riscos) derretendo. Discute-se hoje o *investment grade*, não tanto pelas agências de *rating*, mas por causa da força de mercado. O mercado tem colocado todos os países na linha do *investment grade*. Quer estejam preparados ou não, estão cada vez mais próximos. Essa brutalidade de oferta de recursos, inevitavelmente, procura qualquer país que tenha oportunidades, Rússia, Turquia, até a Argentina, atualmente, e o Brasil. Temos um custo de oportunidade extremamente favorável. Como o ministro Delfim bem colocou, com a eficiência do nosso mercado, com a nossa capacidade, realmente é tranquilo, muito fácil entrar aqui, fazer uma arbitragem e ganhar dinheiro. Por que não, se o risco é baixo? Com risco muito baixo, o crédito, a contraface, é muito grande.

Isso está acontecendo. Nossa condição é hoje totalmente atrativa, temos balança comercial muito boa, oportunidades muito boas, onde o risco é baixo. Nessa condição, precisamos pensar em como fazer... A discussão do *paper* é exatamente essa, passa pela questão fiscal e, talvez, pela questão da própria gestão do sistema de metas inflacionárias. Um economista que anda lá pelos lados do Banco Mundial, disse que há a gestação de alguns *papers* preliminares para rever, em nível de idéia e conceito, o sistema de meta inflacionária, o que significa que, se isso andar, dentro de uns dois a três anos teremos novos *papers* e novas colocações sobre o tema...

Sáímos de um sistema de controle de agregados monetários e fomos para o *inflation targeting*, que trouxe algumas vantagens. E, agora, com o mundo em deflação, precisamos, realmente, rediscutir nossa meta de inflação e qual o sistema mais adequado. Nosso problema é a contemporaneidade, estamos um pouco defasados, as coisas passam diante de nós, ao nosso lado e nunca pegamos o cavalo selado. E temos condições, temos, como todos mencionaram, gente de excelente qualidade no Pa ... Como existe, também, gente de excelente qualidade na Colômbia, no Peru, economias que nós acompanhamos. Lá as coisas funcionam melhor. Na Colômbia, onde estivemos pela primeira vez em 2002, o hotel abrigava apenas mais dois hóspedes. Da última vez, há um ano, o hotel estava abarrotado....

Um analista político explicou: antes, a Colômbia não era um país e sim sete cidades, sobre as quais o governo exercia algum controle, o resto do território não era de ninguém. O que o governo Uribe fez? Conseguiu retomar território, unificar, através das estradas. Contou com o Plano Colômbia, tudo bem, o plano americano, mas fez um trabalho brilhante. Por quê? O governo passou a ter meta, a pensar a médio e longo prazos, não pensou só no dia-a-dia, andou um pouco mais à frente e foi *timely*, isto é, olhou para a futuro e planejou a ação, sem controlar capitais, exceto na entrada, mas por tempo curtíssimo.

A Colômbia tinha problemas muito parecidos com os nossos na área fiscal e conseguiu avançar. Cresce hoje a 6% de forma muito mais sustentável. Os economistas de lá achavam que o dia em que chegasse a 4,5% fariam a maior festa por se tratar de um país que vive o

problema da guerra civil há 40 anos. Falta-nos, então, pensar mais a médio e longo prazos, olhar o que está acontecendo em volta, a realidade que nos assola e ver o que podemos fazer para nos adaptar à realidade.

Alguns setores vão muito bem, mas nos preocupam a empresa média e a classe assalariada

Carlos Alberto Longo

Embora afastados da discussão da questão fiscal, continuamos partidários da existência de somente três impostos: de renda em nível federal e, obviamente, compartilhado; ICMS geral e estadual, no princípio do destino e adequado aos métodos eletrônicos de compensação entre Estados; e um imposto essencialmente local sobre a propriedade urbana e rural. Algumas teses ainda estão aí para uso eventual como *counter factor* em relação à verdadeira balbúrdia fiscal feita hoje no País...

Voltados para o setor industrial, o agronegócio, açúcar e álcool, nem por isso deixamos de, às vezes, atender a veleidades acadêmicas como, por exemplo, no Instituto Fernand Braudel, há uns 30 dias, onde e quando se apresentou nosso amigo Pastore, com o Ilan Goldfajn. Fomos mais pelo Ilan, que não conhecíamos, para saber o que o pessoal do Banco Central pensa...

Perguntamos: Ilan, você não se sente um pouco constrangido? A inflação nos últimos quatro anos subiu pelo menos 15%, 20% em termos salariais e estamos com o câmbio cada vez mais valorizado. Você não tenta, ao menos, persuadir os companheiros e, talvez, o próprio ministro da Fazenda?. Ele respondeu: “Não, nosso negócio é esse. Cada um cumpre a sua meta, nós cumprimos a nossa obrigação.” Para nossa surpresa, quando ele terminou de falar, foi aplaudido. Para nós é que foi constrangedor e não para ele. Parecíamos um extraterrestre naquele ambiente.

Tudo isso para dizer, além de alguma veleidade acadêmica, no fundo o que nos preocupa é a questão da classe média e da empresa média. Sabemos que o andar de cima está ótimo, não tem do que se queixar. A gente vê aquele pessoal chegando, até como *private equity*, querendo entrar no seu negócio, comprando 25% das ações, só um lugarzinho no Conselho e cinco anos para tirar o dinheiro. Isso é só a conversa inicial, é claro. Quando você chega depois para discutir os números, a coisa muda bastante, mas, enfim, a liquidez é absurda. Na verdade, o andar de cima está muito baixo e o andar de baixo nem se fala. A classe média e a indústria são hoje uma tremenda minoria. Nós aqui somos minoria e, por isso, a importância desse evento.

Para nós, o problema é, no final, de gestão. O governo trabalha, de certa maneira, como se fosse uma empresa cooperativa. Se fosse sociedade anônima, já estaria, obviamente, na rua. Mas, como cooperativa, cada um tem um voto e as coisas vão indo realmente bem. Então, não há muito que fazer, a não ser estudos como esse, e nos preparar para 2010.

O risco de médio prazo recai sobre a classe média

Luiz Carlos Bresser Pereira

Eu quero falar um pouco sobre a classe média. Em relação ao Banco Central, o grande economista George Stigler, da Universidade de Chicago, lutando contra a regulamentação de diversas indústrias e setores econômicos nos Estados Unidos, salientou que o único problema era o da captura do regulador pelo regulado. Só poderemos entender o que acontece hoje no Brasil em relação ao Banco Central sob este enfoque. Com relação à classe média, a que o Carlos Alberto Longo fez referência, ele tem toda a razão. A classe média tem ainda umas benesses, porque está empregada, com uma taxa de câmbio favorável ao poder aquisitivo do salário. Por isso, ela pode viajar para o Exterior, pode comprar mais barato vários bens de consumo no mercado, além do que todas as *commodities* nacionais ou estrangeiras baixam de preço para ela.

Não só para a classe média como, também, para todos os trabalhadores. Acontece que o modelo que estamos construindo é um modelo fundamentalmente contra a classe média. Por quê? A classe rica, é claro, está ganhando rios de dinheiro enquanto a classe pobre está apenas sendo assistida. Não tem emprego, mas está sendo assistida. Porém, a classe média a que me refiro, não. O professor Antônio Delfim Neto disse uma frase na sua primeira exposição que eu anotei. Está relacionada com a doença holandesa: a agricultura transfere aos consumidores seus ganhos de produtividade... Um amigo meu, excelente economista e conhecedor da agricultura, defendia, na ocasião, (a inevitabilidade) da doença holandesa, dizendo que a agricultura é muito produtiva. Não há dúvida que é. É muito eficiente, a agricultura brasileira. Mas o problema é saber qual é a porcentagem da população que as lavouras da cana-de-açúcar, da soja, do café e outras podem empregar no Brasil? E que salário podem pagar... Existiria espaço aí para os milhões e milhões de pessoas da classe média que o Brasil tem na indústria e no setor de serviços? Se não, como é que vão empregar essa gente? Esse é o drama (da classe média no Brasil hoje). No caso da agricultura, o problema é que os salários são muito baixos.... E o desenvolvimento econômico é essencialmente um processo de elevação de salários.

Câmbio: políticas atuais repetem erros passados

Francisco da Silva Coelho

Eu estou organizando um livro com Tamaris Meretiani, da Unicamp e, também com o ex-ministro e professor Antônio Delfim Neto. Escrevi sobre o ministro nesse livro, voltando até a década de 30, pesquisando desde Eugênio Gudín até o momento atual. Esclareço que é um livro escrito por 34 economistas e que será lançado no próximo mês de agosto durante a entrega do prêmio Economista do Ano. Permitam-me voltar então ao velho Eugênio Gudín. Eugênio Gudín tem uma passagem muito interessante em sua vida quando salientava que o problema do Brasil era o espírito lusitano. Privilegiava-se preço ao invés de quantidade e, dessa forma, pretendia-se trazer uma competição maior para o mercado. Ele se referia, claramente,

a questão do café e do câmbio. Essa postura do empresário brasileiro persistiu ao longo do tempo, com privilégios de tarifa, etc. Então é evidente que a política atual tem muito a ver com os erros cometidos no passado.

Desculpe-me, (mas devo lembrar) o economista Ilan Goldfajn, que não está mais no Banco Central. Na verdade, o grande movimento de capitais tem tudo a ver com o aumento do preço das *commodities* e é isso que está dando esse movimento brutal na economia internacional. Neste ponto, é evidente que a grande discussão deveria ser: qual é o papel do sistema financeiro nacional nesse novo contexto? Porque estamos assistindo às aberturas de capital de bancos médios, estamos vendo um sistema que está ainda baseado numa Constituição de 88, que exige que o presidente da República edite um decreto para considerar de interesse do governo brasileiro a entrada do capital estrangeiro no sistema financeiro? Nós temos um mercado de capitais extremamente ativo, em função exatamente desse movimento de valorização das *commodities*. Portanto, acredito que, nos próximos anos, o sistema financeiro brasileiro vai ser muito diferente. Diferente porque os bancos pequenos e médios, que fazem *middle market* com a capitalização e 70, 80% vêm do investidor estrangeiro. Exatamente como você falou: abra o seu capital, coloque 25% do seu capital na Bolsa. E 80% disso é o estrangeiro que está comprando. Em outras palavras, o estrangeiro está entrando no sistema financeiro pela porta dos fundos. Esse é um ponto interessante.

Outro ponto interessante. O ex-ministro Luiz Carlos Bresser Pereira fez alusão à questão de que políticas macroeconômicas dão resultados mais rápidos e que as reformas que deverão ser feitas, não trarão resultados tão imediatos. Lembro-me então, da tese do doutor Edson Nunes: a questão do universalismo de procedimentos. Quanto tempo perdido, não? Deixar as reformas para depois é um risco brutal. Nós temos que forçar, sim, ações imediatas para que as reformas sejam feitas. Não há como postergá-las. Passa certamente até pela Constituição de 88. Este pensamento, aliás, é defendido pelo ex-ministro Antônio Delfim Neto, quando defende que há necessidade de reformar inclusive esse estatuto. Ora, o que observo é que se nós realmente queremos mudanças temos de resgatar também o passado. O professor Delfim, numa conversa que tive com ele em seu escritório, contava, na ocasião, que o Japão e a Alemanha desvalorizaram tanto o câmbio que puderam manter o câmbio durante muito tempo estabilizado. Agrada-me muito a idéia do câmbio flutuante administrado.

Temos de pensar em alguma coisa nessa linha. Ora, como é que você sai dessa situação? Pegou o câmbio que estava a quatro, trouxe para dois, e agora como é que se faz o movimento contrário? E a questão da estrutura a termo da taxa de juros? Discute-se isso há anos, e ela continua na contramão do que é observado no resto do mundo. Então, é evidente que a questão passa por dentro do sistema financeiro, sim. Lembro de quando fui estudar no Banco Central americano, em um determinado período, em Nova Iorque e em Washington: a questão que se colocava, claramente, era qual a importância dessa instituição para a comunidade local. As pessoas se esquecem do básico, é isso que precisa ser discutido. O banqueiro vai ganhar dinheiro também com o *spread* mais baixo, porque ele vai trabalhar com prazo mais longo.

Alternativas existem, mas o debate não está acontecendo. Quando ouvi, por exemplo, um ano atrás, um representante da Fiesp dizer que o Banco Central precisa interferir no câmbio, porque esse câmbio está muito baixo, a gente olhava para o câmbio e pensava: com toda essa enxurrada de dólares, se o Banco Central não comprar, a cotação vai mais para baixo. Isso foi discutido aqui há um ano. Então, já era previsível para onde o câmbio estava indo. Agora vou defender o Banco Central: meta de inflação quem define não é o Banco Central. As pessoas estão se esquecendo que isso é atribuição do Conselho Monetário. Se o empresariado acha que o Conselho Monetário não é representativo, deve fazer algum movimento para torná-lo.

O seu trabalho, Paulo Rabello de Castro, realmente está muito bom. Porém, a questão relevante é que o movimento de capitais passe a ser uma variável muito importante. Dois bancos abriram o capital, bancos pequenos, levantaram cerca de 600 milhões de dólares, sem muito histórico. Existem mais ou menos 20 bancos médios, de *middle market*, para abrir o capital. Isso vai mudar a competitividade no sistema. Outra variável importante é o que deve acontecer com o ABN e um banco estrangeiro chamado Santander, que está querendo ficar com o Real no Brasil. O Santander gosta de competição, é o maior banco de crédito imobiliário do mundo. Quando alguém vem aqui falar sobre uma carteira hipotecária chamada “Euro-Hipo” (Emissão Primária de Títulos na Europa), você naturalmente pergunta: quem é você? E ele responde que é uma subsidiária do Commerce Bank da Alemanha. Qual é o tamanho da carteira hipotecária dele? É de 700 bilhões de euros. E está vindo para o Brasil.

Queria chamar a atenção de vocês é que Carrefour no Brasil é banco, que o Banco Popular da França está vindo para o Brasil, Sogeral está tomando carteiras. Existe uma série de bancos que estão entrando pela porta dos fundos e também pela entrada principal via decreto presidencial. E então acrescento mais uma informação: a desmutualização das duas bolsas, a Bolsa de Valores e a BM&F. Hoje, um título patrimonial de uma corretora de valores e de mercadorias, que vale 14 ou 15 milhões de reais, mais ou menos sete milhões de dólares, na pior das hipóteses vai valer oito vezes mais. Estamos falando de 50, 60 milhões de dólares e muitas corretoras, com certeza, vão virar bancos. Não tenham dúvida disso.

Acho, enfim, que está na hora de chamar a Fiesp, a Febraban e outras entidades, sentar e discutir qual é o projeto de Brasil. Vamos discutir isso aqui nessa mesa, porque o banco comercial não é o inimigo e nem o Banco Central é contra crescimento e desenvolvimento econômico. A questão é: se existe todo um histórico de mais de 100 anos de política cambial, dos erros e dos acertos de política cambial, esse histórico precisa ser resgatado e debatido. Isto não está ocorrendo. Como diz o ministro Delfim Neto, “câmbio é câmbio flutuante, desde que não flutue muito”.

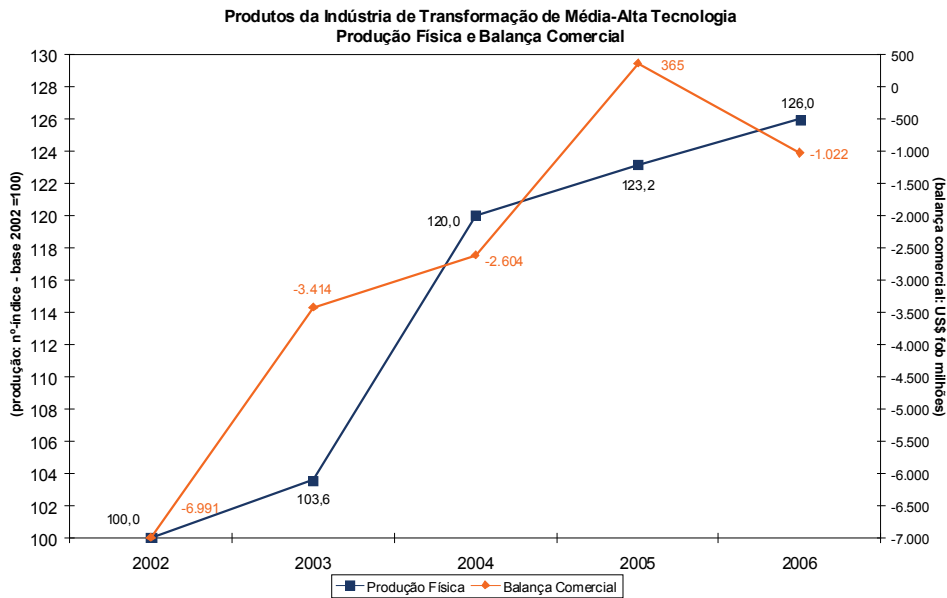
Valorização cambial no Brasil foi maior do que em outros exportadores de commodities e afeta mais os produtores de maior tecnologia

André Rebelo

O que apresentarei aos senhores agora é apenas parte de um trabalho apresentado no Conselho de Economia da Fiesp e que objetiva mapear os efeitos da desvalorização cambial para a indústria. Nele existe a curva de câmbio efetivo, real efetivo de longo prazo, de 26 anos. Mostra uma média, a preços de hoje, de 2,60. Nós estamos em dois reais e pouco, cerca de 22% abaixo da média. Essas comparações são limitadas, mas indicam um certo grau de desnível. Na comparação da valorização do câmbio no Brasil com outros países exportadores e primários, de 2003 até hoje, vemos países que tiveram aumento de exportação semelhante ao nosso, com um movimento (de valorização) do câmbio muito menor. Ninguém desvalorizou o câmbio mais do que 10%, enquanto nós desvalorizamos 26%. A composição da nossa indústria é: 60% é de transformação e 11% é indústria extrativa mineral. Essas duas são “*tradeables*” - produtos comercializáveis com o Exterior - e sofrem mais os efeitos do câmbio. As outras duas não. São elas as indústrias de construção e de serviços. A indústria de transformação vem, ultimamente, tendo um desempenho muito baixo se olharmos para 2005 e 2006: 1,1% e 1,6% já são dados do PIB revisado.

Nós temos nos debruçado muito sobre esse assunto, porque, inclusive, na revisão esse número foi revisto para baixo. Era 1,3% e 1,9% e, na revisão, baixou para 1,1% e 1,6%. Prestando atenção à série de longo prazo, veremos que temos tido períodos de crescimento de 6%, 8% da produção física. Nos últimos dois anos, 3,1% e 2,8%. Especificamente em 2006, quatro setores foram responsáveis por 53% do crescimento industrial. São os que estão especificados no trabalho: máquinas e aparelhos elétricos, máquinas e equipamentos, indústrias extrativas e máquinas de escritório e informática. Os outros setores, 23 ao todo, foram responsáveis por 47%, apenas, do crescimento industrial. Os que cresceram representam apenas 13% do emprego total na indústria e os setores que não cresceram representam 83%. Na comparação do comércio com a indústria, o primeiro está crescendo 6% e a indústria menos de 3%. Esse dado é persistente e a curva está se mantendo, revelando o espaço ocupado pela importação.

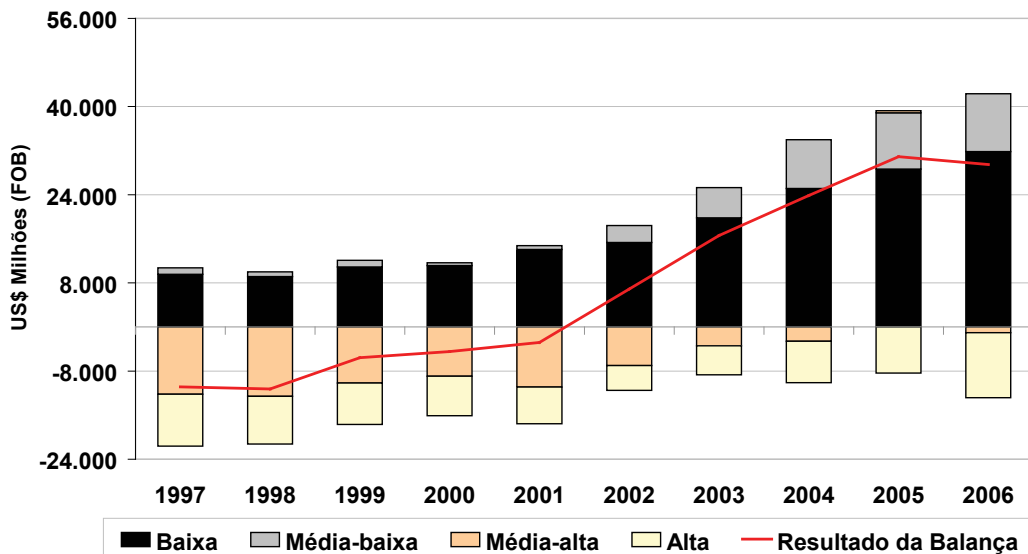
Qual o efeito desses números na indústria nacional? É exatamente aquilo que o Paulo Rabello de Castro salientou: o percentual de valor adicionado sobre o valor do produto vem caindo, porque essa tendência era 45% e agora é 42,5%. Sob o ângulo da diversidade de intensidade tecnológica, a alta intensidade e a média alta são as que apresentam maior queda. A baixa intensidade flutua, mas está numa tendência de estabilidade. Já a média baixa flutua pouco. São justamente os setores que estão com maior crescimento da produção, a alta e a média alta. Portanto está crescendo a produção nos setores que têm menor valor agregado. Diminui o valor agregado nos setores que crescem mais. E cresce baseado também nas importações. Esses dados têm duas escalas diferentes para ressaltar a tendência. O azul representa a produção física da indústria e o amarelo destaca a balança comercial. A partir de 2005 verificamos a quebra dessa tendência da balança comercial da indústria de transformação, indicando que ela não crescerá no mesmo ritmo.



Fonte: Pesquisa Anual Industrial. Elaboração: IEDI

Olhando esse mesmo gráfico por intensidade tecnológica, vemos que na alta intensidade, só está aumentando o déficit comercial à medida que aumenta a produção. Na média alta, verificamos a inversão da tendência. Existe um problema de déficit, embora a produção continue crescendo. Novamente, estamos caminhando para uma indústria mais pobre, com menos densidade tecnológica e com menos valor adicionado ao valor do produto.

Saldo da Balança Comercial de Produtos da Indústria de Transformação por Intensidade Tecnológica



Fonte: SECEX e IBGE: Pesquisa Industrial Anual. Elaboração: IEDI

Esse gráfico mostra a balança comercial por intensidade de fatores. Saímos do déficit até 2001 e entramos em superávit. Esse superávit é composto de partes de déficit e partes de superávit. Em 2002, 2003 e 2004 tínhamos déficit na média alta e na alta tecnológica. A partir de 2005 zera o déficit na média alta e diminui sensivelmente o déficit da alta. Ambos voltam a crescer em 2006 e continuam crescendo em 2007. Sustentado, é claro, pela baixa e pela média baixa. Estamos trocando a indústria de mais intensidade tecnológica por indústrias de menor intensidade, o que pode ser indício de alguma variante da doença holandesa. Pegamos a balança comercial e classificamos em três grupos, de acordo com a rentabilidade em reais recebidos pelo produtor, para corrigir a taxa de câmbio pelos preços internacionais.

Temos três grupos: um mercado favorável em que o movimento do preço compensa a taxa de câmbio; um mercado sinal amarelo que está estagnado, eles se empatam, e o vermelho está em queda, cujo valor de reais recebidos é menor do que a média, ou seja, vem perdendo valor. Aí então há o impacto disso no emprego: 52% dos empregos estão concentrados nos setores em que o preço de exportação não compensou a valorização cambial; 19% no setor estagnado e apenas 28%, ou seja, de novo sacrificando empregos na indústria, que são aqueles empregos que movimentam o mercado interno e alavancam os demais setores da economia.

Sobre os dados e as informações apresentadas, temos diferenças de interpretações. Existem pessoas que vêem tudo isso como parte de um processo de transição para um mundo melhor, onde alguns setores serão ganhadores e outros perdedores, mas apresentando um resultado final positivo. Porém, a avaliação da Fiesp é de que essa transição empobrece a indústria nacional e empobrece a economia como um todo, além de estar gerando um futuro certamente pior que o presente.

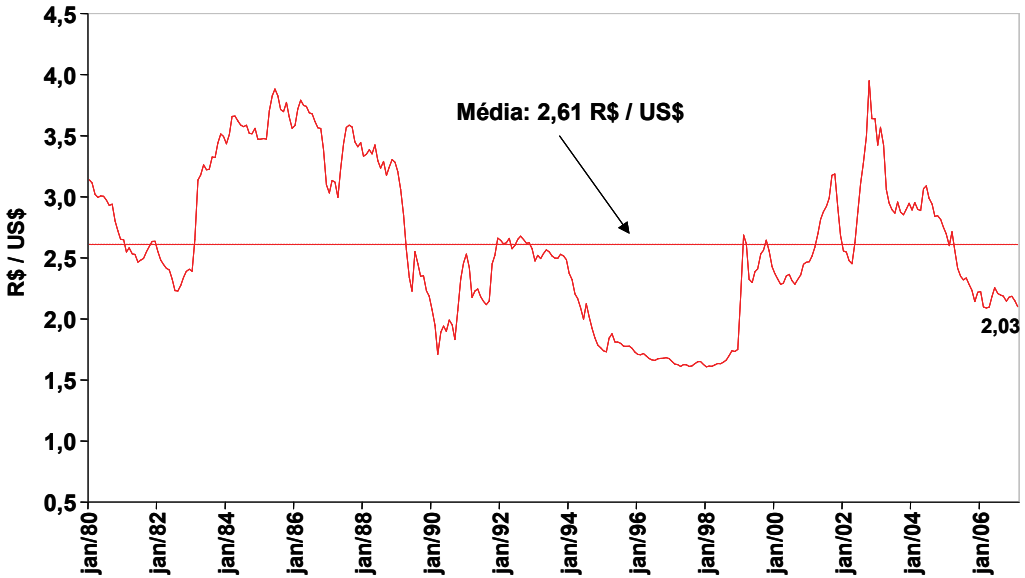
Outra linha de pensamento tem a visão de que esse processo é um agente competitivo e que a desindustrialização chega a ser até positiva, porque está abrindo mão de setores que são menos eficientes.

Avaliamos que existe uma desindustrialização forte em setores que são mais agregadores de valor e que estamos perdendo liquidamente indústrias, empregos e dinamismo econômico. Outra linha de pensamento acredita que esse vazamento externo acontece em decorrência de um crescimento da absorção acima da oferta, como se as decisões econômicas não se balizassem por preços. Não seria um problema de desalinhamento cambial, mas sim da demanda que está crescendo mais rapidamente que a oferta. (Mas esta é uma conclusão equivocada). É claro que por trás está a questão do câmbio, que impede que a oferta doméstica acompanhe a demanda que está crescendo. Essa é a nossa mensagem.

ANEXOS

Câmbio atual se encontra 22% abaixo da média histórica

Câmbio Real (Cesta de 17 moedas) - expresso em R\$ / US\$



Fonte: Banco Central e MMC.
Elaboração FIESP

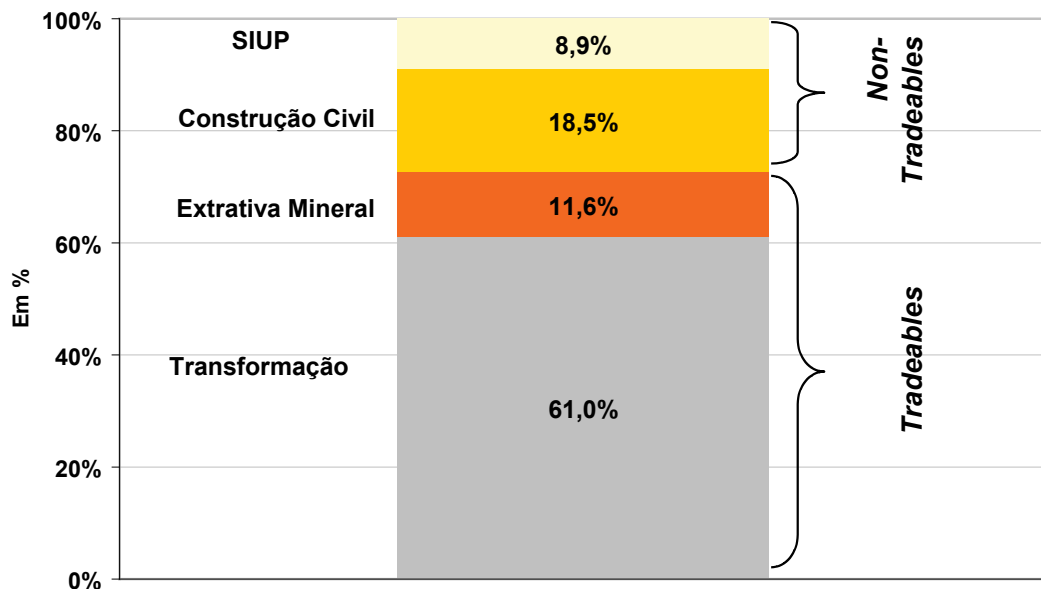
Varição das exportações e da taxa de câmbio no período 2003 a 2006

Evolução do Câmbio e das Exportações		
Países	Varição da Exportação	Varição do Câmbio
Austrália	70,0%	-5,2%
Canadá	42,5%	-9,8%
Nova Zelândia	37,7%	-7,9%
África do Sul	63,8%	5,0%
Brasil	87,7%	-26,0%

Fonte:WTO, FMI E Secex
Elaboração: Fiesp

Indústria é um setor predominantemente *tradeable*

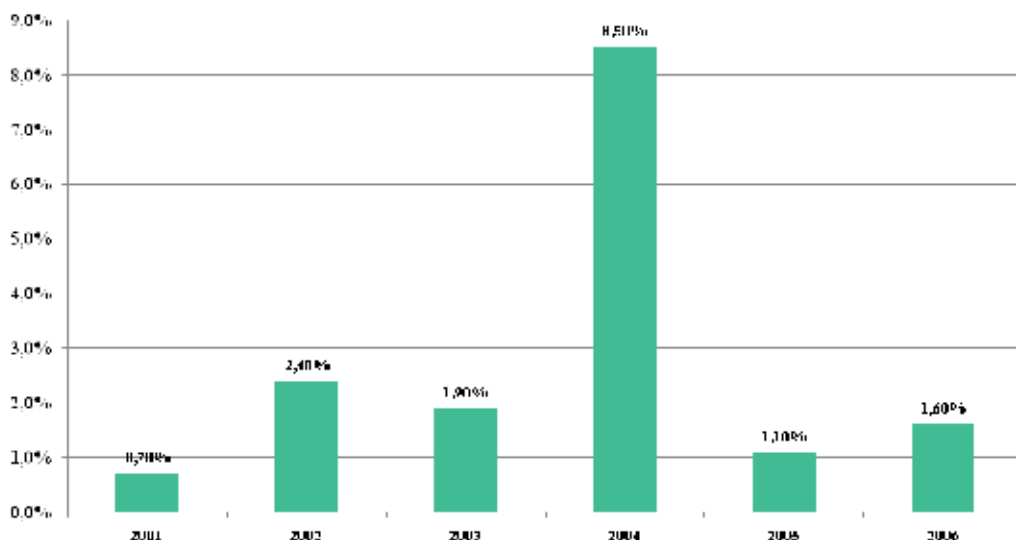
Composição do Valor Adicionado da Indústria no Brasil



Fonte: IBGE. Elaboração: Fiesp.

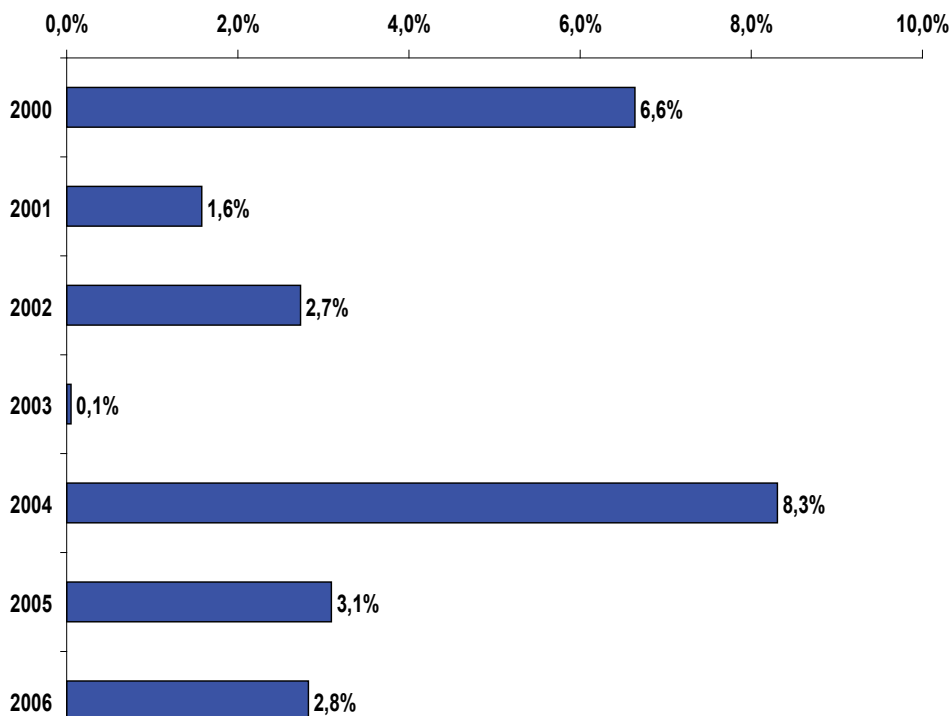
O PIB da indústria de transformação tem registrado baixo crescimento nos últimos anos

Taxa de Crescimento do PIB da Ind. de Transformação



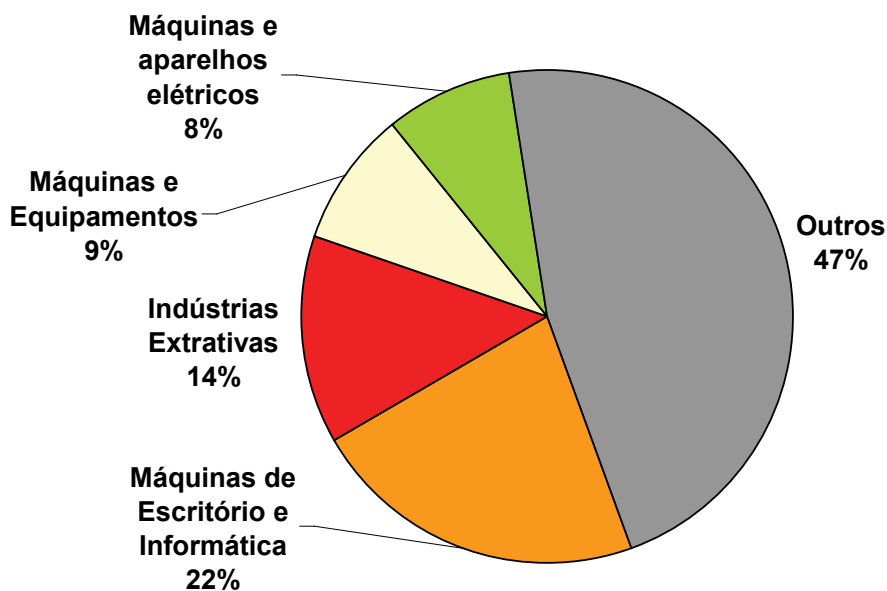
Fonte: IBGE. Elaboração: Fiesp.

Produção física da indústria se desacelera desde de 2004



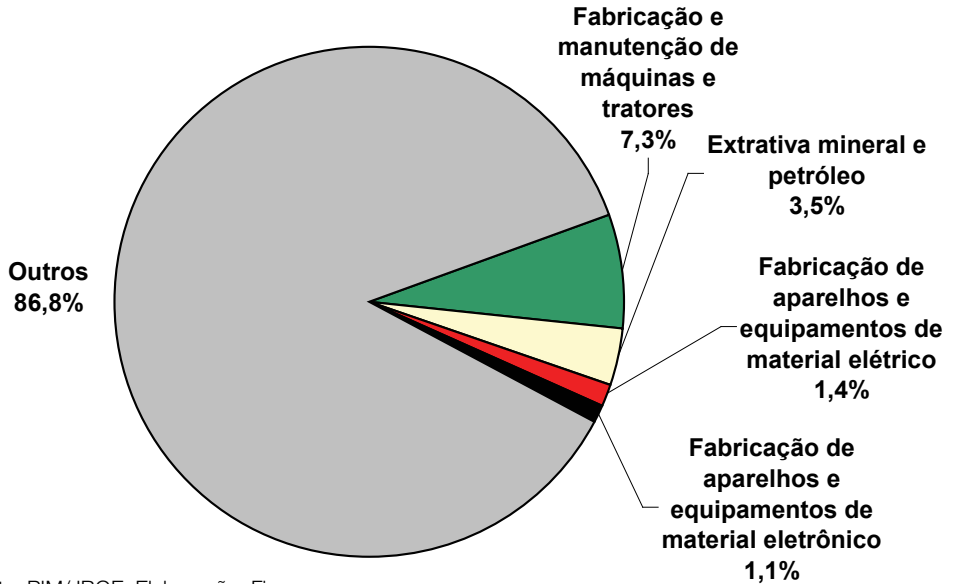
Fonte: IBGE, FIESP.

Contribuição dos Setores para o Crescimento da Produção Física da Indústria (transformação + extração) em 2006



Setores que mais contribuíram para crescimento em 2006 representam apenas 13,2% do emprego

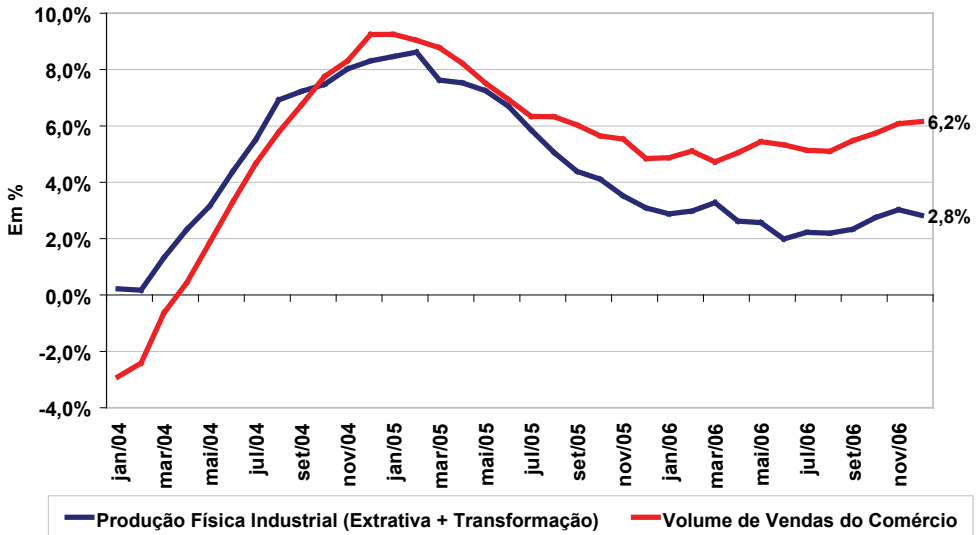
Pessoal Ocupado nas Indústrias (Transformação + Extrativa) que mais contribuíram para o crescimento da produção em 2006



Fonte: PIM/ IBGE Elaboração: Fiesp

Vendas do Comércio se expandem mais rapidamente que produção industrial

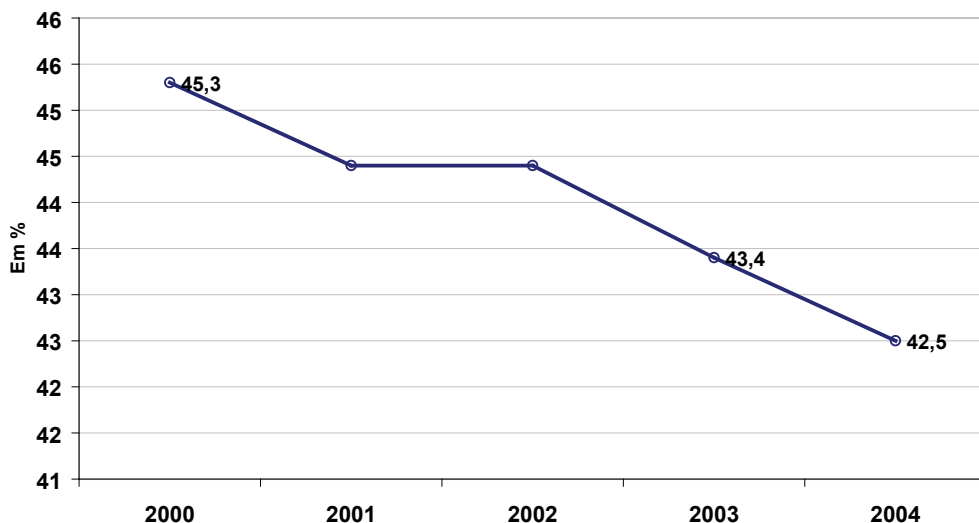
Varição da Produção Física da Indústria e Volume de Vendas do Comércio - Acumulado em Períodos de 12 Meses



Fonte: PIM e PMC / IBGE Elaboração: Fiesp

O valor adicionado pela Transformação como proporção do valor da produção é menor a cada ano

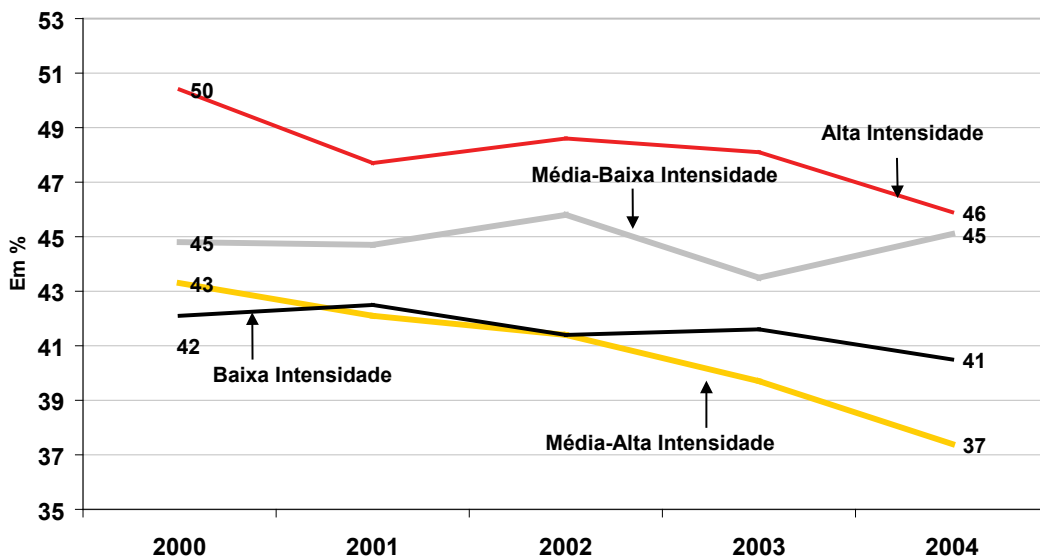
Relação:
Valor da Transformação Industrial / Valor Bruto da Produção Industrial



Fonte: IBGE - Pesquisa Industrial Anual. Elaboração: ledi (inédito).

Segmentos de Alta e Média-Alta tecnologia observaram as maiores quedas na relação do VA / Valor da Produção

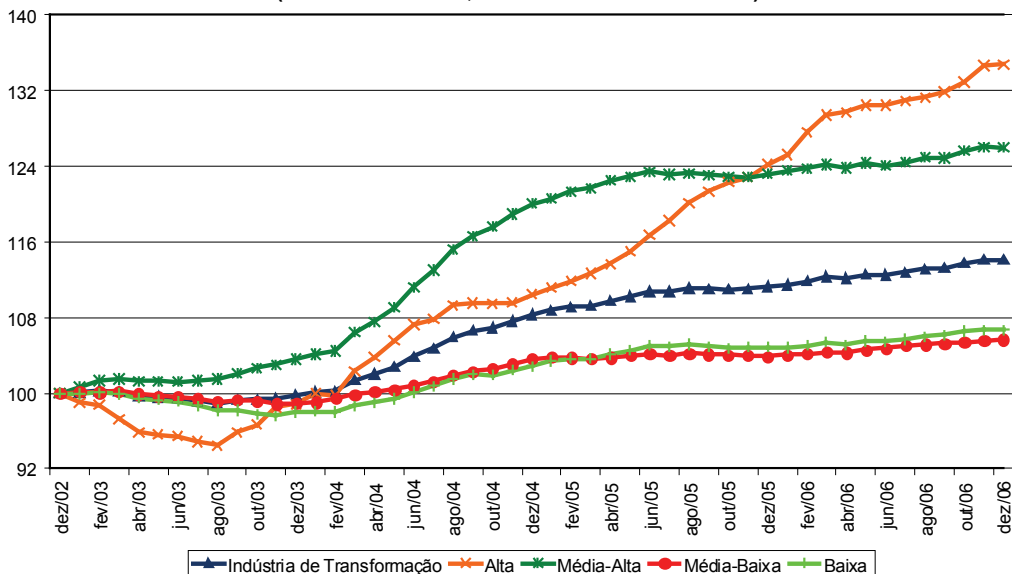
Relação (por intensidade tecnológica):
Valor da Transformação Industrial / Valor Bruto da Produção Industrial



Fonte: IBGE - Pesquisa Industrial Anual. Elaboração: ledi (inédito).

O valor adicionado pela Transformação como proporção do valor da produção é menor a cada ano

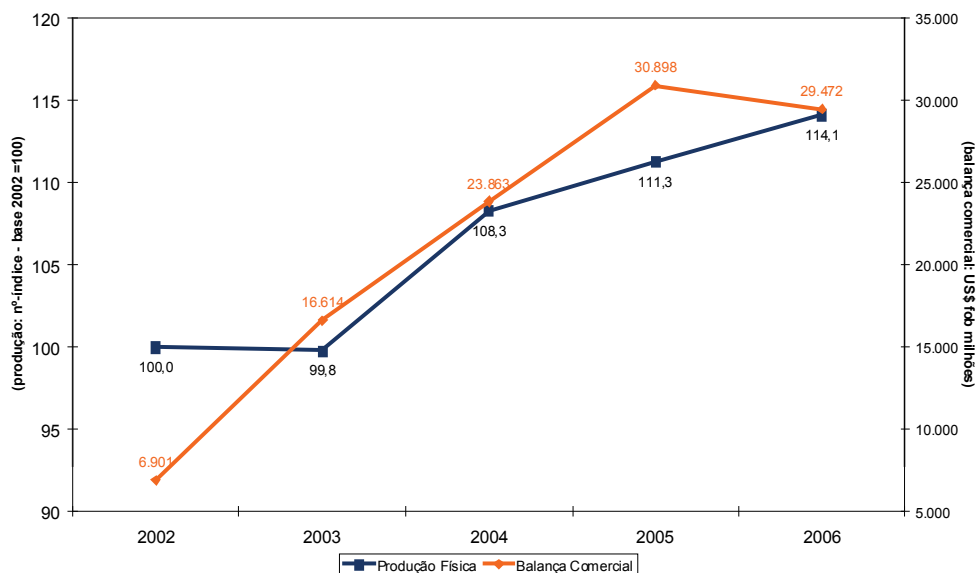
Produção da Indústria de Transformação por Intensidade Tecnológica
(base: 2002 = 100; acumulado em 12 meses)



Fonte: IBGE: Pesquisa Industrial Anual. Elaboração: IEDI

Produção física e saldo comercial da indústria de transformação cresceram juntos até 2005

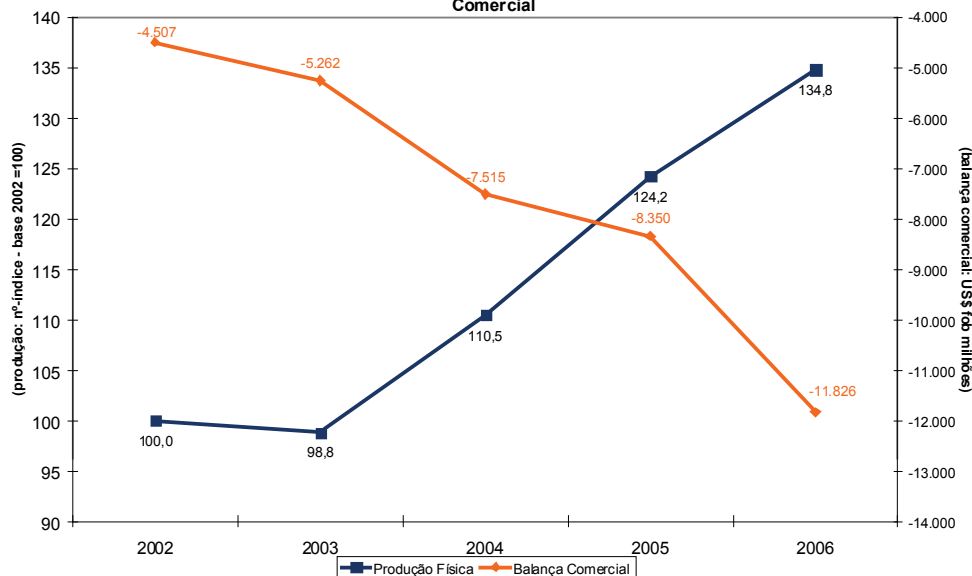
Produtos da Indústria de Transformação - Produção Física e Balança Comercial



Fonte: IBGE: Pesquisa Industrial Anual. Elaboração: IEDI

Na Alta tecnologia o aumento da produção física é acompanhado de ampliação do déficit comercial

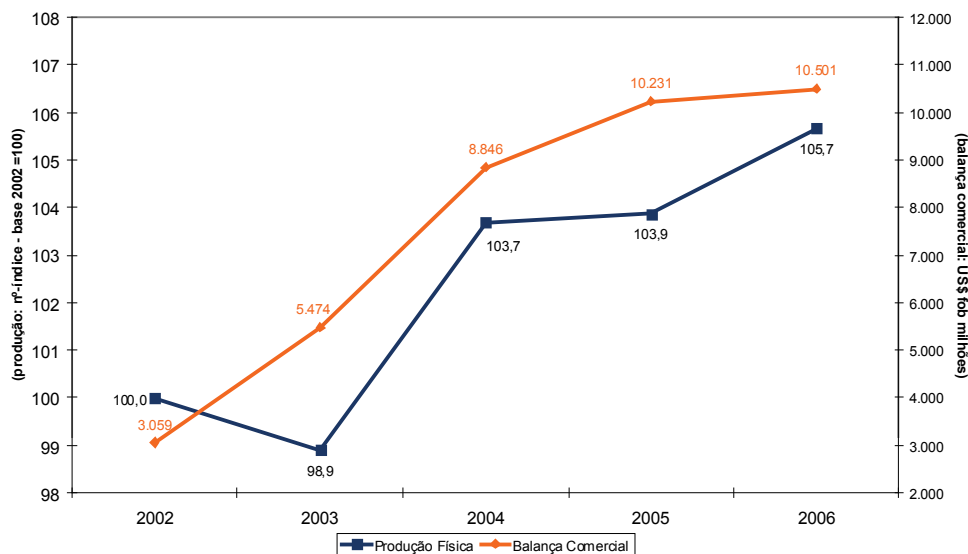
Produtos da Indústria de Transformação de Alta Tecnologia - Produção Física e Balança Comercial



Fonte: IBGE: Pesquisa Industrial Anual. Elaboração: IEDI

Na Média-baixa tecnologia, a produção física expandiu mas o saldo comercial se estabilizou em 2006

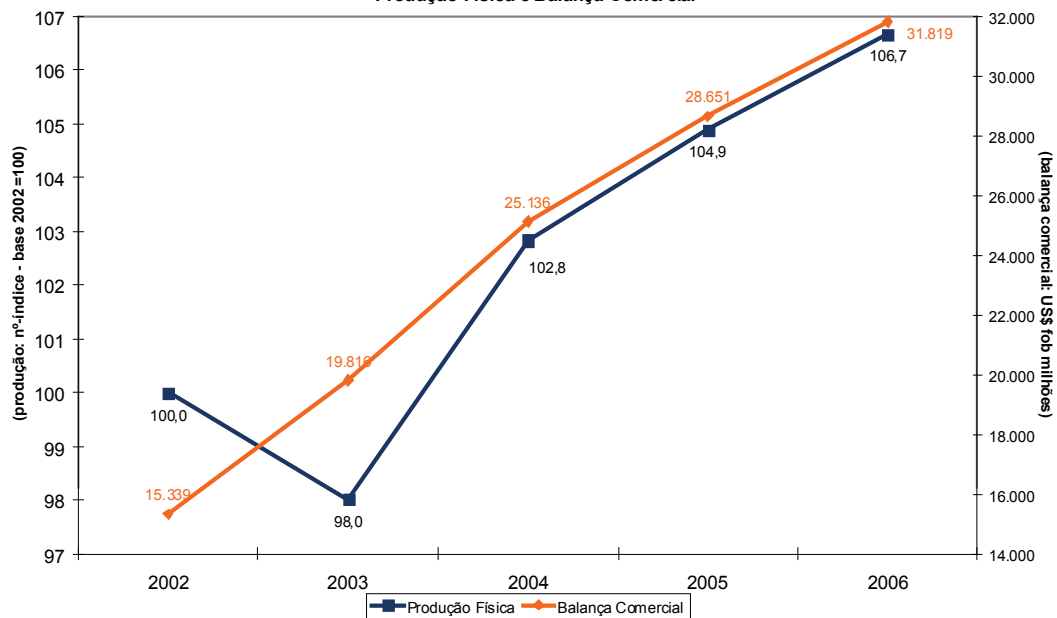
Produtos da Indústria de Transformação de Média-Baixa Tecnologia
Produção Física e Balança Comercial



Fonte: Secex IBGE: Pesquisa Industrial Anual. Elaboração: IEDI

Apenas na Baixa tecnologia, a produção física segue crescendo junto com o superávit comercial

Produtos da Indústria de Transformação de Baixa Tecnologia
Produção Física e Balança Comercial



Fonte: Secex e IBGE: Pesquisa Industrial Anual. Elaboração: IEDI

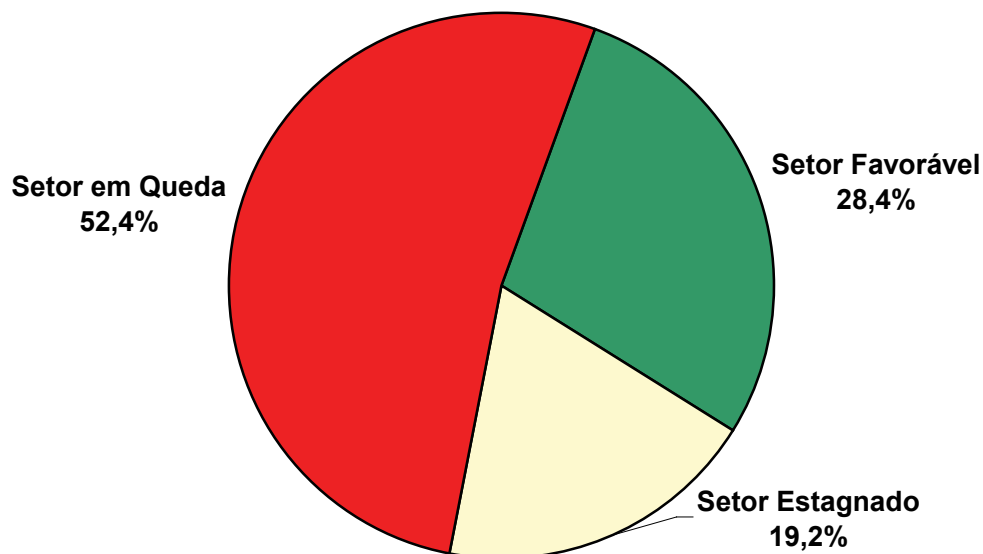
Importações de industrializados se aceleram, o impacto no emprego e na produção é variável

Setor	CNAE	Importações (SECEX)	Emprego Industrial (PIMES)	Produção Física (PIM)
Favorável	Indústria Extrativa	23,4%	1,0%	7,4%
	Alimentos e Bebidas	25,0%	8,2%	4,5%
	Metalurgia	51,3%	2,0%	2,8%
	Máquinas para Escritório e Informática (2)	34,1%	ND	51,6%
	Aparelhos Elétricos (3)	22,0%	4,3%	8,7%
	Equipamentos de Precisão e Ópticos (4)	21,8%	ND	9,4%
Estagnado	Refino de Petróleo e Combustíveis	42,5%	14,0%	1,6%
	Fumo	-1,3%	-4,7%	3,9%
	Químicos	13,9%	1,5%	1,8%
	Produtos de Metal	24,8%	0,2%	-1,3%
	Máquinas e Equipamentos	12,5%	-6,2%	4,0%
	Automóveis (5)	30,6%	2,6%	1,3%
	Móveis e Indústrias Diversas	34,1%	-0,9%	3,1%
em Queda	Aparelhos Eletrônicos	23,1%	ND	0,0%
	Equipamentos de Transporte	23,9%	ND	2,1%
	Aparelhos Eletrônicos	23,1%	ND	0,0%
	Edição e Gráfica (1)	12,0%	ND	1,7%
	Têxtil	44,6%	-1,2%	1,6%
	Vestuário	55,4%	-5,4%	-5,0%
	Artigos de Couro e Calçados	27,3%	-13,0%	-2,7%
	Produtos de Madeira	36,4%	-7,5%	-6,8%
	Celulose e Papel	27,8%	-1,2%	2,2%
	Borracha e Plástico	14,6%	-2,2%	2,2%
	Minerais Não Metálicos	11,8%	-1,4%	2,6%
	Indústria de Transformação	23,31%	0,0%	2,6%
	Indústria Geral	23,32%	0,0%	2,8%

Fonte: IBGE. Elaboração: Fiesp

Indústrias que mais empregam são também as mais penalizadas com o avanço dos importados

Distribuição do Pessoal Ocupado por Condição do Setor da Indústria
(Transformação + Extrativa)



Fonte: IBGE. Elaboração: Fiesp