

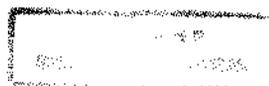
UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
INSTITUTO DE ECONOMIA

INSERÇÃO EXTERNA E RESTRIÇÕES AO CRESCIMENTO: UMA
AVALIAÇÃO DO DEBATE (1984/97) E ALGUMAS EVIDÊNCIAS RECENTES
ACERCA DO HIATO DE INVESTIMENTOS

Ricardo Buratini

Dissertação apresentada ao Instituto de Economia
da Universidade Estadual de Campinas para a
obtenção do título de Mestre em Economia, sob
orientação do Prof. Dr. Paulo R. Davidoff C. Cruz

Campinas, junho de 1998



29/9005

*Este exemplar
concorde ao original
da tese defendida por Ricardo
Buratini em 06/07/98 e orientada
pelo Prof. Dr. Paulo Roberto Davidoff Cruz em
06/07/98*

Paulo R. Davidoff Cruz

| | |
|--------------|-------------------------------------|
| UNIDADE | BC |
| N.º CHAMADA: | Burati |
| V | Ex. |
| T. UNDO BC/ | 35134 |
| PROC. | 395/98 |
| C | <input type="checkbox"/> |
| D | <input checked="" type="checkbox"/> |
| PREÇO | R\$ 11,00 |
| DATA | 17/09/98 |
| N.º CPO | |

CM-00115886-2

FICHA CATALOGRÁFICA ELABORADA PELO
CENTRO DE DOCUMENTAÇÃO DO INSTITUTO DE ECONOMIA

B89i Buratini, Ricardo
Inserção externa e restrições ao crescimento: uma avaliação do debate (1984/97) e algumas evidências recentes acerca do hiato de investimentos / Ricardo Buratini. – Campinas, SP : [s.n.], 1998.

Orientador : Paulo Roberto Davidoff Chagas Cruz
Dissertação (Mestrado) - Universidade Estadual de Campinas.
Instituto de Economia.

1. Brasil - Política econômica - 1984-1997. 2. Investimentos - Brasil. I. Cruz, Paulo Roberto Davidoff Chagas. II. Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia. III. Título.

ÍNDICE:

| | |
|---|-----------|
| Agradecimentos..... | ii |
| Introdução..... | pg.1 |
| Capítulo 1- O debate acerca do choque externo, da política de ajuste do Balanço de Pagamentos e das restrições ao crescimento econômico nos anos 80. | pg.5 |
| 1.1- Introdução..... | pg.5 |
| 1.2- O surgimento da visão do superávit comercial estrutural e a restrição de divisas ao crescimento. | pg.6 |
| 1.3- O montante das transferências reais ao exterior como restrição ao crescimento: a polêmica quanto à existência de um hiato de investimentos. | pg.13 |
| 1.4- O ajuste do Balanço de Pagamentos como determinante do hiato fiscal: a polêmica acerca das origens da restrição fiscal e financeira do setor público brasileiro. | pg.24 |
| 1.5- Outros fatores de problematização da retomada do crescimento: os elementos estruturais associados à especificidade da inserção externa brasileira e os condicionantes da competitividade. | pg.36 |
| 1.6- Conclusões..... | pg.43 |
| Tabelas e gráficos..... | pg.47 |
| Capítulo 2- O debate acerca do ingresso dos capitais externos e a “mutação” das restrições ao crescimento com origem na política econômica. | pg.54 |
| 2.1- Introdução..... | pg.54 |

| | |
|--|--------|
| 2.2- O Brasil e os novos fluxos de capital. | pg.56 |
| 2.3- Os autores que assinalam perspectivas favoráveis para a retomada sustentada do crescimento e redução da vulnerabilidade externa. | pg.61 |
| 2.4- A visão que aponta para a redefinição das restrições ao crescimento com origem na política econômica e no Balanço de Pagamentos. | pg. 70 |
| 2.4.1- Concordâncias quanto a alguns benefícios e impactos positivos iniciais da retomada dos fluxos de capitais externos. | pg.71 |
| 2.4.2- A autonomia da política econômica para promoção do crescimento e redução da vulnerabilidade externa. | pg.77 |
| 2.5- Conclusões..... | pg.97 |
| Tabelas e gráficos..... | pg.101 |
| Capítulo 3- O comportamento recente do investimento: algumas evidências sobre o debate dos anos 90. | pg.115 |
| 3.1- Introdução..... | pg.115 |
| 3.2- O comportamento e a composição do investimento agregado nos anos 90. | pg.117 |
| 3.3- A composição setorial dos gastos em capital fixo: o investimento dos agentes exportadores e a possibilidade de eliminação dos hiatos de investimentos localizados por gêneros industriais. | pg.127 |
| 3.4- Conclusões..... | pg.136 |
| Tabelas..... | pg.139 |
| Considerações finais..... | pg.156 |
| Bibliografia..... | pg.162 |

*“E quem garante que a História é carroça abandonada
numa beira de estrada ou numa estação inglória? A
História é um carro alegre, cheio de um povo contente,
que atropela, indiferente, todo aquele que a negue.
É um trem riscando trilhos, abrindo novos espaços,
acenando muitos braços, balançando nossos filhos.”*

(Pablo Milanes e Chico Buarque de Holanda em
Cancion por la unidad de Latino America)

Agradecimentos.

A dissertação que segue é o resultado dos esforços desenvolvidos ao longo dos vários anos em que se seguiram os cursos de graduação e mestrado realizados no Instituto de Economia da Unicamp. Ciente da importância do trabalho coletivo, seria uma injustiça não dirigir algumas palavras de gratidão àqueles que mais contribuíram para a superação dessa etapa.

Em primeiro lugar, agradeço imensamente meu orientador, professor e amigo Paulo R. Davidoff C. Cruz. Se não fosse sua inestimável dedicação, paciência e competência, certamente este trabalho não teria adquirido contornos finais tão precisos.

Quanto a outros representantes do corpo docente do Instituto de Economia, foram fundamentais, sem dúvida alguma, as excelentes sugestões apresentadas pelos professores José Pedro Macarini e Mariano F. Laplane durante a qualificação da dissertação. Além destas, certamente deve ser destacada a grande valia das aulas e dos debates coordenados pelos professores Mariano F. Laplane, Maurício Coutinho, Fernando N. Costa, Máio L. Possas, Ronaldo Santos, Fernando Novais, João Manuel C. de Mello, José Carlos Miranda e Mônica Baer. Dada sua aplicação e seriedade acadêmica, a estes remeto a gratidão pela contribuição na formação da minha base teórica e histórica.

Em segundo lugar, gostaria de agradecer outros colegas pesquisadores que tiveram a disposição de ler e questionar os caminhos escolhidos. Dentre estes, reservo um especial agradecimento aos amigos Bráulio Santiago e Pedro Paulo Z. Bastos. Pelas ótimas discussões ao longo do cumprimento dos créditos e, principalmente, pela grande amizade e cumplicidade, agradeço meus queridos José Gilberto Scandiucci Filho, Cláudia Badini Currelero, Anna Ozório de Almeida, Érica Amorim Araújo e Glauco M. dos Santos. Aos pesquisadores Fernando Sarti e Marcelo Manzano, agradeço a atenção e algumas dicas bastante proveitosas. À Cláudia (NESUR) manifesto uma especial gratidão pela amizade e pela acolhida sempre carinhosa.

Aos demais amigos, reservo a gratidão pela motivação e pela paciência de ouvir algumas lamentações inerentes a um longo trabalho. Um grande abraço, portanto, aos meus caros Luís Augusto Mascarenhas e Fernanda, Marcelo Venturini, Daniela Ismael, Elaine de Almeida Martins, Otávio Martins, Maria Fernanda C. de Mello, Maria Clara Junqueira, Zandra Miranda dos Santos, Eduardo C. Nasi, Fernando Dechichi, Luciano G. Moraes, Márcio Henrique e Gisele, Carlos H. Tedesco e Flávia, Rodrigo Simões, Célio e Eliane Hiratuka.

À minha admirável Diana e à minha família, mais do que simples agradecimentos, dedico todos os bons resultados, não só deste trabalho, mas de todos que forem realizados daqui para frente. Vocês são a base de tudo, dos grandes referenciais, dos valores. Portanto, que fique registrada aqui minha mais profunda e eterna gratidão a vocês: Diana, José e Marlene Buratini, José Buratini Jr e Laura, João Maniglia, Telma, Luciano, Juliana e Isabela Freire, Miguel e Myriam Zwi, e Maria Rosa e Mariana Farias Buratini.

Introdução

A economia brasileira experimentou, como é bem sabido, uma fase de intenso crescimento econômico e de profundas transformações do seu aparelho produtivo durante o período que vai do pós-guerra até 1980. O início da década de 80, porém, inaugura um cenário totalmente distinto. Após os profundos choques externos de 1979 e, sobretudo, 1982, o modelo de crescimento centrado na articulação Estado/capital estrangeiro vai perdendo rapidamente sua eficácia. De fato, durante os anos 80 e início dos 90, a economia reduziu significativamente seus investimentos como proporção do PIB, assistiu ao surgimento de um regime de alta inflação e passou a conviver com o fenômeno da estagnação de sua renda *per capita*, características estas que acabaram marcando este período como a década perdida.

Foi somente a partir de 1994, com o lançamento do plano de estabilização baseado na âncora cambial e abertura, que a alta inflação foi revertida. Entretanto, no que tange ao investimento e ao crescimento econômico, a trajetória após o Plano Real caracteriza-se por modestas taxas positivas, mesmo quando se tem como parâmetro de comparação alguns casos recentes de países latino-americanos. Na verdade, este fraco desempenho do período recente sugere que a economia brasileira encontra-se, numa perspectiva de longo prazo, num momento de atenuação e não de superação das restrições ao crescimento.

É em meio a essa problemática geral que definimos a questão do crescimento econômico como tema de nosso trabalho e, como objeto principal, a revisão dos debates relativos a dois momentos distintos dessa longa crise iniciada em 1979. Assim sendo, no primeiro capítulo abordaremos as polêmicas pertinentes aos anos 80, sobretudo aquelas que sucederam o processo de ajustamento externo. De outro lado, no segundo capítulo, discutiremos o debate sobre o ingresso de capitais externos nos anos 90 e seus efeitos esperados sobre o crescimento econômico. Vale enfatizar que o objetivo desse intento é trazer ao centro de nossa análise os apontamentos distintos de diversos autores acerca dos fatores que vêm gerando os impedimentos à conquista de uma trajetória de crescimento significativa e sustentada na economia brasileira a partir da crise do Balanço de

Pagamentos.¹

Assim sendo, a análise a ser realizada tem como parâmetro de avaliação uma perspectiva que busca apreender de que forma a interação das várias instâncias da política econômica (monetária, cambial e fiscal) resultou e vem resultando em promoção ou restrição ao crescimento, dados certamente os objetivos fundamentais perseguidos pelos *policy makers* em cada um dos períodos analisados – ajuste externo no início dos 80 e combate à inflação a partir de 1986 até os dias atuais. Ainda quanto aos critérios de avaliação, é preciso deixar claro que deverá ser incorporada uma análise dos efeitos do ambiente macro sobre o plano microeconômico, vale dizer, sobre as decisões de longo prazo (decisões de investimento) e de curto prazo (formação de preços). Em outras palavras, buscaremos identificar, por exemplo, como a estagnação do investimento e a constituição do regime de alta inflação nos 80, podem ser entendidos a partir das respostas microeconômicas às sinalizações da política macroeconômica.

Postos o objeto e os critérios de avaliação, destacamos agora os objetivos fundamentais dos capítulos que seguem. No primeiro, além de serem apresentados os termos gerais dos modelos de hiatos, será discutido o debate sobre a influência da crise externa e da política de ajuste do Balanço de Pagamentos no estabelecimento das restrições ao crescimento nos anos 80. Quanto à importância da inserção externa, será visto, através do balanço do debate acerca da existência de um hiato de divisas, de que maneira o setor externo se tomou foco de propagação de uma grande instabilidade macroeconômica.

Em outros termos, buscaremos entender como a baixa autonomia das políticas cambial e monetária, voltadas essencialmente ao objetivo de ajuste externo, trouxeram impactos adversos sobre os níveis de incerteza, abalando as decisões de investimento e gerando uma profunda alteração no processo de formação de preços. Nesse sentido, poderemos relacionar ao choque

¹ Uma observação a ser frisada já nesta introdução diz respeito à expressão “crescimento significativo e sustentado” que será recorrente neste trabalho. Salientamos que tal expressão não deve ser interpretada como se supuséssemos a possibilidade da economia brasileira voltar a apresentar nos dias atuais uma trajetória de crescimento idêntica àquela da experiência anterior a 1979. Na verdade, ao tomar contato com tal expressão, o leitor deve depreender a possibilidade de constituição de uma tendência de crescimento da renda interna necessária a um combate mais vigoroso dos enormes problemas sociais de nosso país.

externo e à política de ajuste tanto o estabelecimento do que se denominará hiato de investimentos, como também a formação do regime de alta inflação.

Quanto ao que se denomina hiato fiscal, acreditamos que, analisado o problema fiscal-financeiro como resultante do ajuste externo e como componente do processo inflacionário, torna-se possível apreender os aspectos centrais ligados à geração de um entrave ao crescimento desse tipo. Como se verá, analisaremos de que forma a crise fiscal e a alta inflação teriam passado a funcionar como fatores restritivos do crescimento econômico a partir dos efeitos deletérios sobre o “estado de confiança”, sobre o crédito, sobre os investimentos públicos e sobre a apropriação da renda. Sem dúvida alguma, nesse momento devem ser reservados alguns comentários sobre a importância da baixa autonomia da política monetária e do precário padrão de financiamento da dívida pública, posto que estes representam elementos cruciais que estão na origem dos problemas fiscais-financeiros. Ainda no que tange o primeiro capítulo, é preciso acrescentar que será introduzido na sua penúltima seção o tratamento de algumas questões relevantes para a temática do crescimento que não estão incorporados nos debates sobre os hiatos.

Encerrada a revisão dos debates pertinentes para a década de 80, o segundo capítulo procurará investigar basicamente a consistência da hipótese que vê na interação dos processos de abertura, estabilização, globalização e privatização – em curso nos anos 90 – o meio adequado para constituição de um novo modelo de crescimento mais condizente com as tendências internacionais. Por proporcionar uma maior facilidade de exposição, o ordenamento escolhido para este capítulo será a confrontação das conclusões que apontam para o surgimento de um novo ciclo de crescimento com outras elaboradas por autores pertencentes a uma visão alternativa.

Por meio dessa contraposição busca-se trazer ao centro das discussões a argumentação que aponta que a superação das restrições ao crescimento, na atualidade, dependeria fundamentalmente da transferência das responsabilidades de investimento do setor público para o privado, por um lado, e da maturação completa de uma reestruturação industrial em processo, por outro. Como hipótese alternativa, veremos quais argumentos sustentam a posição de que as restrições ao crescimento teriam apenas sofrido “mutações”, uma vez que a autonomia da política econômica

permaneceria restrita quando se tem em mente o objetivo de promover e acelerar o crescimento econômico.

Terminada a exposição do segundo momento do debate sobre as restrições ao crescimento, consideramos que será necessário trazer à discussão, no terceiro capítulo, algumas evidências recentes sobre algumas variáveis destacadas nas várias fases do debate. Como se verá, muito dos argumentos que serão revistos no segundo capítulo dizem respeito às transformações estruturais que estão em curso. Sendo assim, consideramos ser fundamental a exposição de alguns dados que permitem tanto um melhor julgamento das posições, quanto uma melhor aproximação das questões centrais ao encaminhamento do debate daqui para frente.

Feito isso, será possível realizar outro objetivo fundamental. Mais especificamente, poderemos investigar nas considerações finais de que maneira esse segundo momento do debate vem incorporando as contribuições destacadas no primeiro capítulo, vale dizer, aquelas relativas às polêmicas sobre a crise específica dos anos 80. De outro lado, numa tentativa de elencar alguns itens candidatos a compor uma agenda de pesquisa, poderemos avaliar a necessidade que se coloca à realização de novas pesquisas diretamente relacionadas ao tema.

Capítulo 1- O debate acerca do choque externo, da política de ajuste do Balanço de Pagamentos e das restrições ao crescimento econômico nos anos 80.

1.1- Introdução.

O objetivo deste capítulo é a realização de uma revisão do debate travado no interior da chamada corrente heterodoxa do pensamento econômico brasileiro sobre as restrições ao crescimento constituídas ao longo dos anos 80. Nesse sentido, a estrutura da exposição estará orientada para a identificação dos argumentos e hipóteses fundamentais das posições de analistas que apresentam interpretações antagônicas, seja quanto à origem, seja quanto à própria existência dessas restrições.

Firmada nossa meta, realizaremos na segunda seção o balanço do debate sobre a existência da chamada restrição de divisas ao crescimento. Também será exposto o referencial analítico do modelo dos hiatos (BACHA, 1989), uma construção metodológica que busca identificar as origens das restrições fundamentais ao crescimento econômico. Na terceira seção buscaremos investigar a polêmica sobre a presença do chamado hiato de poupança salientando que é necessário estar atento para as hipóteses que permitem a adoção dessa categoria como elemento relevante na explicação dos limites ao crescimento. Também aqui será visto que, sendo concreta a existência desse hiato, não poderíamos dissociar suas origens do choque externo de 1982 e da política de ajustamento do Balanço de Pagamentos.

Na quarta seção centraremos as atenções na restrição fiscal ao crescimento localizando os desacordos quanto aos seus determinantes e as principais implicações. Veremos também nesse item que a aceleração inflacionária e a crise fiscal-financeira do setor público seriam contrapartidas do choque externo e da específica política de ajuste. Na quinta seção procuraremos trazer ao centro da análise elementos relevantes para a problemática da restrição ao crescimento que não estão incorporados no modelo de hiatos. Por último, na sexta seção, resumiremos as principais conclusões que servirão como referência para a análise do debate dos anos 90.

1.2- O surgimento da visão do superávit comercial estrutural e a restrição de divisas ao crescimento.

Os resultados da balança comercial em 1983 e 1984 reacenderam o debate sobre a dimensão da restrição externa a que estava submetida nossa economia após o choque dos juros e a interrupção dos empréstimos externos voluntários em 1982. Do lado das exportações, enquanto documentos oficiais² mostravam ceticismo quanto à possibilidade de uma significativa expansão, um crescimento de 8,55 %, em 1983, e outro de 23,32 %, em 1984, (Tabela 1.1) foram registrados. Quanto às importações, se bem que a queda de 20,45 %, em 1983, pudesse ter sido atribuída à recessão e à política econômica, a nova retração de 9,81 %, em 1984, mostrava-se como um dado alentador uma vez que, a partir desse ano, havia-se invertido a tendência recessiva para a economia brasileira. Além disso, a elevação das quantidades exportadas e a confirmação do recuo das quantidades importadas em 1985 (Gráficos 1.2 e 1.3), somaram-se à lista dos resultados surpreendentes. É em meio a esse cenário que surge a formulação da tese do superávit comercial estrutural brasileiro.

Segundo os autores de tal formulação (CASTRO e SOUZA, 1985), os eventos ocorridos na área comercial refletiam uma nova onda de “substituição de importações”³ e um avanço da capacidade competitiva das exportações brasileiras, ambos decorrentes da acertada estratégia de reordenamento da estrutura industrial consubstanciada nos programas de investimento do II PND. Vale ressaltar que o acerto dessa estratégia decorria do fato de que tal substituição de importações, diferentemente das iniciativas anteriores, ocorria, segundo as palavras de SOUZA (1991: 160), “...na base da pirâmide produtiva, e portanto não dava origem a novas pressões de importação de bens intermediários e de capital, que de outra forma repeririam o estrangulamento externo. Como consequência, baixava dramaticamente o coeficiente importado da economia.” No que diz respeito aos impactos dessa estratégia sobre a capacidade competitiva das exportações brasileiras, frisava-se que seu substancial avanço decorria da redução das necessidades de importação e da elevação dos níveis de produtividade associados aos programas especiais de investimento como, por exemplo, papel, celulose e petroquímica.

² “Programação do Setor Externo para 1983”, Folha de São Paulo, 26/10/82.

³ Cabe advertir que não abordaremos aqui todas as implicações advindas da compreensão adequada de tal conceito, concentrando-nos apenas na redução das quantidades importadas, na internalização da produção desses bens e na conseqüente maior integração do parque produtivo nacional. Para maiores detalhes, veja TAVARES (1972).

Das muitas questões associadas à tese do superávit estrutural – aqui muito sucintamente resumida por já ser bem conhecida – é preciso fazer referência a duas conclusões nesse momento inicial. A primeira refere-se à refutação da importância da política econômica do período 1981/83 como determinante crucial da elevação e sustentação dos saldos comerciais a partir de 1984. A segunda, especialmente importante para nossos objetivos porque associada às perspectivas de retomada do crescimento econômico, diz respeito à reavaliação da existência de uma restrição de divisas (ou, em outros termos, de uma restrição à capacidade para importar) após a consideração de que a economia havia adquirido uma capacidade estrutural de gerar expressivos superávites comerciais. Examinemos sucintamente a primeira dessas implicações para, em seguida, analisarmos mais detidamente a segunda.

De acordo com CASTRO e SOUZA (1985), a política econômica de ajuste do Balanço de Pagamentos, realizada entre 1981/83, não era o determinante primordial do crescimento e da sustentação dos montantes dos saldos comerciais porque mudanças daquela natureza e importância não poderiam dizer respeito apenas às alterações de preços relativos (através da mudança na política cambial) ou controle da absorção interna. Na verdade, do lado das exportações, tornava-se duvidosa a associação dos resultados unicamente à política econômica posto que outros eventos importantes tinham influenciado a trajetória das vendas para o exterior a partir de 1984.

Em poucas palavras, estariam em ação vários fatores de estímulo à expansão das exportações, associados não apenas a elementos conjunturais, além daqueles adversos à sua elevação. Entre os elementos que tinham exercido uma influência positiva, os autores destacavam, além dos estímulos derivados da política cambial, a fantástica expansão do mercado norte-americano, o início da retomada latino-americana e africana e a maturação de alguns grandes projetos de meados dos anos 70. Quanto aos fatores adversos ao exportador brasileiro, os autores citavam elementos como a redução dos subsídios creditícios em 1984, a eliminação gradual do crédito-prêmio e a valorização do dólar frente às demais moedas.

No entanto, advertiam os autores que, para a compreensão da mudança de rota trilhada pela economia brasileira a essa época, seria ainda mais importante ter em mente o real significado e importância da expressiva redução das necessidades mínimas de importação verificada após 1984. Esta era, de fato, uma questão fundamental posto que, enquanto as exportações

registrariam um comportamento próximo do previsto pelos documentos oficiais, as importações teriam descrito uma trajetória insuspeitada.

Segundo os autores, a partir de 1982 não se esperavam reduções sensíveis das importações, de um lado, porque o coeficiente de importações já havia se reduzido sensivelmente entre 1974 e 1982 e, de outro, porque neste ano 78% das importações brasileiras eram constituídas de combustíveis, lubrificantes e matérias-primas. No entanto, embora parecesse que as importações tivessem atingido seu “piso”, novas significativas reduções dos volumes importados seriam verificadas em anos de crescimento da produção industrial, como em 1984 e 1985.

Para explicar esse aparente paradoxo, os autores subdividiram as importações em dois grupos. Num primeiro, constituído por produtos que não haviam sido objeto de grandes programas de investimento, observava-se que as compras do exterior acompanhavam o movimento do nível de atividades, volume de investimentos ou montante de exportações, o que não contrariava o senso comum. No segundo grupo, porém, inseriam-se os bens cujas importações haviam caído “em flecha” entre 1981 e 1984, estes sim os segmentos apoiados pelos programas do II PND (metais não-ferrosos, produtos químicos, papel, celulose, fertilizantes e produtos siderúrgicos). Vale ressaltar que as importações totais desse conjunto de bens caíram nada menos que 60% entre 1980 e 1983.

Do exposto, verifica-se que o fator explicativo fundamental da queda não antecipada das importações seria a magnitude da economia de divisas resultante dos programas setoriais de investimento em bens de capital e, principalmente, em bens de consumo intermediário, economia esta calculada pelos autores em cerca de US\$ 7 bilhões num saldo total de US\$ 13 bilhões em 1984.⁴ Em outros termos, concluíam os autores em questão que, diferentemente do que acreditavam os gestores da política econômica, os resultados comerciais decorriam primordialmente do surgimento de uma estrutura de oferta mais diversificada, integrada e competitiva herdada da “estratégia de 74”, cujos resultados só poderiam despontar após o longo maturamento de tais blocos de investimento.

Exposta a tese de CASTRO e SOUZA (1985) quanto à relevância das alterações na estrutura produtiva para a compreensão dos resultados comerciais a partir de 1983/84, passemos

⁴ O exposto nos mostra também que, ao contrário do que muitas vezes se deduz, para tais autores é relevante o componente cíclico na determinação das importações, do que, no entanto, não se deve depreender que tenha sido este o fator mais importante para a compreensão dos eventos ocorridos em 1984.

agora à avaliação da segunda conclusão apontada, qual seja a inexistência de uma restrição de divisas (cambial) ao crescimento, ou, nos termos do modelo de hiatos, de um hiato de divisas.⁵

Tendo mostrado que a “estratégia de 74” havia permitido à indústria brasileira operar uma maior capacidade produtiva mantendo um reduzido volume de importações, os autores passam a destacar que o estrangulamento cambial a partir de 1984 não se verificaria uma vez que a sustentação do montante do saldo comercial registrado nesse ano seria perfeitamente factível para os anos seguintes, garantindo, portanto, o cumprimento dos compromissos financeiros externos da nossa economia. A base para a confiança dos autores em tais perspectivas advinha dos resultados obtidos num exercício numérico sobre a evolução possível das exportações e importações a partir dos dados de 1984.⁶

Quanto à ameaça de uma nova elevação dos encargos da dívida externa, os autores admitiam que esta poderia comprometer o equilíbrio externo, tomando insuficiente o montante das reservas geradas do lado da Balança Comercial. No entanto, também afirmavam que a preocupação

⁵ Antes de iniciar, porém, seria preciso lembrar que os autores referidos têm como referencial metodológico o “modelo dos hiatos”, uma formulação muito comum nas análises de desenvolvimento econômico dos anos 60 e 70, e que pode ser brevemente resumida nos seguintes termos: partindo-se dos agregados macroeconômicos, são identificadas duas possíveis restrições ao crescimento: a restrição de divisas (já mencionada aqui) e a restrição de poupança, sendo estas consideradas independentes entre si no sentido de que a superação de uma delas não garante a resolução da outra. Como exemplo de ocorrência de uma restrição de divisas ao crescimento, poder-se-ia citar os exemplos clássicos de obstáculos cambiais à manutenção de uma capacidade mínima de importar decorrentes da deterioração dos termos de troca, uma característica específica das industrializações tardias na América Latina e tão enfaticamente tratada pelos autores da CEPAL. Quanto ao surgimento de uma restrição de poupança ao crescimento, pode-se frisar que esta não estaria unicamente associada às economias de menor diversificação e integração produtiva, mas a qualquer economia onde, seja por uma grande elevação da propensão a consumir, seja por uma significativa elevação das transferências ao exterior, surja um impedimento à mobilização de um volume mínimo de poupança num curto prazo para atingir uma desejada taxa de crescimento, dada uma certa relação capital/produto e um dado nível de utilização da capacidade produtiva.

As equações abaixo, extraídas de SOUZA (1991: 67-68), além de tomarem mais óbvios os apontamentos acima, visam demonstrar que no caso de uma insuficiência de poupança interna, as transferências do exterior podem evitar a ocorrência de uma restrição desse tipo ao crescimento.

$$Y = C + I + (X - M) \quad (1),$$

$$(Y - C) + (M - X) = I \quad (2),$$

$$Si + T = I \quad (3), \text{ ou como proporção do PIB:}$$

$$s + t = i \quad (4);$$

onde Y é a renda interna; C é o consumo interno; I é o investimento ou formação bruta de capital fixo; $(X - M)$ é o saldo de transações com serviços e mercadorias “não fatores”; $Si = (Y - C)$ é a poupança interna, e, T o volume de transferências do exterior.

⁶ Assim, segundo os moldes desse exercício (CASTRO e SOUZA, 1985: 196), constatava-se que, partindo-se dos valores de US\$ 25 bilhões das exportações e US\$ 13 bilhões das importações, seria necessário que as últimas fossem elevadas num ritmo muito superior ao das primeiras para que o saldo fosse diminuído expressivamente até o final da década de 80. Mais especificamente, adotando a suposição de uma taxa anual de crescimento de 10% para as importações e de apenas 5% para as exportações, verificava-se que os valores do saldo comercial após o período de 5 anos não seriam inferiores ao valor de US\$ 10 bilhões.

com a instauração de tal quadro hipotético não poderia ser levada tão seriamente em consideração porque tal cenário configuraria um quadro “catastrófico”, uma situação capaz de “provocar o colapso do sistema financeiro internacional”, nas palavras dos autores (CASTRO e SOUZA, 1985: 197).

A partir do exposto acima, torna-se indispensável acrescentar duas observações. De um lado, cabe destacar que a experiência da década de oitenta demonstrou que a redução das importações e a conseqüente ampliação da capacidade de geração de divisas realizaram-se como previram os autores, ou seja, numa intensidade capaz de garantir o cumprimento dos compromissos financeiros externos da economia brasileira ao longo do período. De outro lado, frise-se que a citada redução das importações (e a resultante ampliação do saldo comercial) foi insuficiente para impedir que o câmbio se constituísse foco de transmissão de desequilíbrios ao longo desses anos. De fato, dada a magnitude do choque externo, as transformações da estrutura produtiva foram insuficientes para promover uma estabilidade cambial que pudesse tanto reduzir sensivelmente as possibilidades de crises no Balanço de Pagamentos, como restaurar índices mais expressivos de crescimento.

Quanto ao Balanço de Pagamentos, este não teria deixado de representar uma fonte de distúrbios ao longo da década uma vez que, como mostra TEIXEIRA (1991), por estarem totalmente comprometidos os montantes das divisas com as remessas de recursos reais ao exterior, a impossibilidade de acúmulo de reservas internacionais pela autoridade monetária teria elevado de modo significativo a incerteza dos agentes quanto ao comportamento de curto prazo da taxa de câmbio, fato este que acentuava os movimentos especulativos nos mercados de divisas tomando por várias vezes real (e outras iminente) a crise cambial. De acordo com essa visão, portanto, a questão da sinalização de estabilidade macroeconômica no mercado de câmbio não poderia ser tomada simplesmente como um problema de geração de divisas no montante apenas necessário ao cumprimento das obrigações externas. Na verdade, a ausência de uma mínima estabilidade cambial nos remete também à questão da existência de uma restrição ao potencial de crescimento econômico.

De fato, é preciso atentar para os impactos adversos que a reduzida autonomia de ação na área cambial exerceria sobre os níveis de incerteza sistêmica e, conseqüentemente, sobre as possibilidades de crescimento. Explicando melhor, dados os impactos que mudanças eventuais da taxa de câmbio trariam sobre as posições ativas e passivas das empresas, quanto maior fosse a instabilidade cambial esperada, piores seriam as condições de previsibilidade econômica, fato que

desencadearia reações defensivas dos agentes econômicos, seja no plano das decisões de produção, seja no plano das decisões de investimento.

Do lado das decisões de produção, a instabilidade cambial esperada (somada à instabilidade da taxa de juros esperada) certamente contribuiria para a constituição de uma lógica de formação de preços baseada na elevação preventiva e contínua dos *mark-ups* brutos das principais empresas oligopolísticas, exatamente aquelas beneficiadas pelo aumento de poder de mercado trazido pelo fechamento da economia. Em poucas palavras, o exposto aqui indica que a incerteza advinda da instabilidade cambial é uma das causas do processo inflacionário da década de oitenta, um processo caracterizado pela aceleração contínua das taxas de inflação (ALMEIDA, 1994).

Do lado das decisões de longo prazo, a citada incerteza geraria efeitos deletérios igualmente importantes. Em síntese, frente à possibilidade de novos choques externos, a necessidade – em vários momentos tida como certa – de contenção dos níveis de absorção doméstica tornaria o ambiente macroeconômico pouco estimulante à ampliação da capacidade produtiva. Vale dizer, com a obrigatoriedade de se remeter recursos reais ao exterior, os níveis futuros da demanda interna e das taxas de juros tomavam-se imprevisíveis uma vez que estes estariam subordinados ao comportamento do Balanço de Pagamentos. De fato, seriam esses os elementos fundamentais que impediriam a melhora dos parâmetros das decisões de investimento ligados tanto ao “cálculo convencional” quanto ao “estado de confiança”. A estagnação dos investimentos privados estaria apresentando, portanto, determinantes outros que não apenas o esgotamento do ciclo anterior de investimentos públicos.

Ainda quanto à eficácia do ajuste externo nos anos 80 e seus impactos sobre as decisões de investimento, é preciso acrescentar, como salientam DAMILL *et alli* (1991), que o equilíbrio da conta corrente não teria sido suficiente para tornar o setor externo uma fonte menor de problemas para a economia brasileira também porque o país não obteve, quando da negociação com os credores externos, um programa de ajustamento que garantisse a repartição do ônus do ajuste entre devedores e credores. Na realidade, o que se viu ao longo dos anos 80 em consequência disso foi o desenrolar de duas moratórias que trouxeram impactos não desprezíveis sobre a administração do setor externo da economia brasileira. Nesse sentido, não deixaria de ser emblemático o fato de que a moratória decretada em 1987, decorrente do fracasso do Plano Cruzado, realizar-se-ia apenas um ano após a assinatura do primeiro acordo firmado diretamente com os bancos credores. De acordo com tais autores, o importante a se reter, então, seria que a instabilidade das relações financeiras com

os credores também haveria de se converter em fonte de incerteza com impactos negativos sobre o desempenho macroeconômico, sobretudo no que diz respeito à recuperação das taxas de investimento.

Por último, e no tocante aos impactos mediatos do ajuste de transações correntes sobre as contas públicas⁷, os mesmos autores destacariam uma contradição macroeconômica básica que teria sido, certamente, um dos principais fatores causais do crescente desequilíbrio fiscal-financeiro do Estado brasileiro ao longo dos anos 80. Em linhas gerais, e como será detalhado na seção 1.4, argumentava-se que o setor público não poderia adquirir as divisas advindas dos grandes saldos comerciais na ausência de um superávit fiscal primário, de bases internas de financiamento de longo prazo e de fontes externas de financiamento, sem com isso potencializar uma expressiva elevação da dívida mobiliária interna e das taxas de juros. Firmava-se, assim, a origem de futuras crises fiscais e da redução das taxas de investimento públicas e privadas como já dito.

Portanto, pela ótica dos custos do processo de ajustamento, vê-se que a questão da fragilidade cambial e a potencialização de um desequilíbrio macroeconômico teriam surgido não propriamente apesar, mas sim a partir do equilíbrio de transações correntes.⁸ Tal fato, cujas implicações serão melhor discutidas mais à frente, deve ser sublinhado uma vez que representa mais uma evidência de que a importância do setor externo não deve ser incorporada ao debate de forma restrita, ou seja, relacionada apenas à uma mera questão de obtenção de divisas. Como se depreende, é crucial atentar para os impactos desse processo de ajustamento comercial tendo-se em mente as condições fiscais e de financiamento internas, a impossibilidade de fontes de financiamento externas e, enfim, os mecanismos de transmissão dos desajustes externos aos internos e desses ao comportamento do investimento.

Feitas as observações que nos permitem distinguir a questão do deslocamento da restrição de divisas com o que seria um efetivo ajuste externo da economia brasileira, investiguemos mais de perto como prosseguiu o debate a respeito da possibilidade de ocorrência da segunda restrição ao crescimento imposta pelo ajuste do Balanço de Pagamentos e aqui já mencionada. Ou seja, vejamos as posições acerca da existência de um hiato de poupança nos anos oitenta.

⁷ BACHA (1986) também enfatiza que problemas como a aceleração inflacionária e os recorrentes déficits fiscais seriam conseqüências do ajuste externo bem sucedido.

⁸ Sobre outros apontamentos que também criticam a política de ajuste externo promovida no Brasil e na América Latina nesse período, veja BACHA (1986).

1.3- O montante das transferências reais ao exterior como restrição ao crescimento: a polêmica quanto à existência de um hiato de investimentos.

De modo semelhante ao das discussões acerca do hiato de divisas, o desenrolar do debate quanto à existência do hiato de investimentos explicitou posições antagônicas em suas notas conclusivas. Na tentativa de apresentar ao leitor quais são as principais divergências e de quais hipóteses estas se originam, realizaremos o questionamento do realismo e da suficiência dos supostos básicos que permeiam cada um dos trabalhos de referência. Com essa preocupação fundamental, realizaremos uma reconstituição sumária de cada uma das visões obedecendo a ordem cronológica de cada formulação. Isso será feito não no intuito de recompor os passos do debate, mas sim por ser esta, coincidentemente, a ordenação mais adequada à realização de um balanço das contribuições.

Para CASTRO e SOUZA (1985: 198), as transferências ao exterior não constituíam um fator impeditivo do acréscimo do investimento e, por conseguinte, da renda interna. Isto porque, dados em 1984, a recuperação da demanda externa, a demanda interna reprimida por bens de capital e duráveis de consumo, as novas frentes de acumulação surgidas do bloco de investimentos dos anos 70, e, conseqüentemente, a perspectiva de retomada da taxa histórica de crescimento econômico (7 % ao ano), a participação percentual no PIB das transferências ao exterior poderia ser reduzida a cerca de 3% em 1990, se mantidos constantes em cerca de US\$ 10 bilhões os valores de tais transferências a partir de 1984. Assim sendo, estaria possibilitado o crescimento da participação da poupança territorial no PIB, fato que permitiria uma elevação do investimento dos 16,4% do PIB, em 1984, para 23,3% em 1990.

Enunciada a questão nesses termos, advertiam os autores que ainda restaria investigar *“...se o ritmo a que pode crescer o investimento, acompanhado da progressiva recuperação da taxa de poupança, e da gradual redução do peso das transferências, (seria) compatível com o ritmo a que deve(ria) atingir o investimento para viabilizar a desejada taxa de crescimento”* (CASTRO e SOUZA, 1985: 198). Muito embora não dispusessem de dados exatos sobre a relação capital/produto e a utilização da capacidade instalada, variáveis centrais para a resolução do problema exposto, os autores concluem naquele momento que, maturados os investimentos da “estratégia de 74”, seria certo se esperar uma maior eficiência

produtiva a partir da nova capacidade instalada e das novas escalas de produção. Enfim, postos estes indícios, estaria completada a análise destes autores sustentando a inexistência de um hiato de poupança ao crescimento.

Conclusões antagônicas são extraídas do trabalho de BATISTA (1987), no qual o autor procura demonstrar a existência de um *trade-off* entre os componentes da demanda agregada, ou seja, a ocorrência de um hiato de poupança. Segundo as palavras do próprio autor, “...*não parec(ia) provável que a economia brasileira cons(eguisse) financiar, simultaneamente, uma transferência de 4 ou 5% do PIB e o investimento requerido para viabilizar taxas anuais de crescimento de 7 a 8% do PIB nos médio e longo prazos*” (BATISTA, 1987: 22). Precizando melhor sua análise, o autor prossegue examinando algumas relações macroeconômicas básicas através da decomposição da taxa de crescimento do produto interno bruto.⁹ Feito isso, é demonstrado que a relação transferência/PIB dependeria de três fatores, quais sejam, a taxa de crescimento que se deseja, a taxa de poupança interna e a razão incremental capital/produto.

Do ponto de vista da poupança interna, como a transferência de recursos reais varia numa relação diretamente proporcional aos montantes dessa poupança, numa perspectiva do curto prazo, “...*a possibilidade de continuar o processo em curso (naqueles) anos se(ria) tanto maior quanto maiores fo(ssem) a redução do déficit corrente do setor público e o esforço de poupança do setor privado...*” (BATISTA, 1987: 23). De modo análogo, como as transferências ao exterior estão numa razão inversa da taxa de crescimento e da relação capital/produto, e como esta última depende do nível de utilização da capacidade produtiva, “...*a possibilidade de reconciliar crescimento e transferência de recursos é tanto maior quanto maior for a capacidade ociosa na economia, fato que evidencia(va-se) com especial clareza no desempenho (de então) da economia brasileira*” (*idem ibidem*).

⁹ $y = (1/r) \cdot f$ (5), que também pode ser expressa como

$$f^* = r \cdot y^* \quad (6)$$

onde: r é a razão incremental capital/produto; f é a taxa de investimento (formação bruta de capital fixo/ PIB); y^* a taxa desejada de crescimento; e, f^* a taxa de investimento requerida para sustentar y^* .

Acrescentando a relação da poupança interna bruta com o dispêndio doméstico agregado e com as exportações líquidas, temos:

$$f = s - t \quad (7), e$$

$$t^* = s \cdot (r \cdot y^*) \quad (8)$$

onde: s é a poupança interna bruta/PIB; t a transferência real de recursos como proporção do produto (exportações líquidas de bens e serviços “não fatores”/PIB); e, t^* a transferência máxima de recursos ao exterior dada a taxa de crescimento desejada.

Inexistentes até aqui maiores incompatibilidades entre as obras, surge agora o ponto crucial de divergência. Mais especificamente, BATISTA (1987) afirma que, embora fosse correto o apontado acima, a médio e longo prazos, o crescimento dependeria fundamentalmente da ampliação da capacidade produtiva, que estando travada na prática, reponia a contradição entre crescimento e transferências reais ao exterior. Assim, a fim de exemplificar as conclusões de sua análise, o autor estabelece um conjunto de valores para as variáveis r , s , f^* e t^* da equação (8) (vide nota 9), demonstrando a existência do hiato de poupança ou um *trade-off* entre a continuidade das transferências ao exterior naqueles montantes e a sustentação da taxa de crescimento desejada.

Expostas as interpretações, vejamos agora em que medida os pressupostos são confirmados ou refutados pelos fatos e até que ponto o método de análise (agregados macroeconômicos) é adequado aos propósitos da discussão.

Retomando os termos da equação 3 (vide nota 5) ($S_i + T = I$) – que denota que o investimento doméstico é composto pela poupança interna e as transferências líquidas de recursos do exterior – e da equação 4 ($s_i + t = i$) – que estabelece que a expansão da taxa de investimento como proporção do PIB está restringida pela taxa de poupança interna e pela participação das transferências ao exterior no PIB –, SOUZA (1991) adverte que a identificação de uma insuficiência de poupança ao crescimento só é plausível quando a economia em questão estiver operando à plena capacidade. Isto porque, com a existência de capacidade ociosa, as relações acima precisariam ser redefinidas levando-se em consideração a razão entre o produto efetivo e o produto potencial (Y/Y^*), ou seja, o grau de utilização da capacidade instalada (u). Podendo-se, portanto, multiplicar cada um dos termos da equação (4) por u , temos:

$$S_i / Y^* + T / Y^* = I / Y^* \quad (9)$$

$$s_i \cdot u + t \cdot u = i \cdot u \quad (10)$$

Assim, de acordo com a equação (10), "...a taxa de investimento como proporção do produto potencial ($i \cdot u$) pode se elevar por meio de um aumento do nível de investimento (I), que provoca um aumento dos níveis de renda (Y) e de utilização da capacidade (u). De maneira que, embora a taxa de investimento ($i = I/Y$) possa se manter constante, o investimento como proporção do produto potencial, $i \cdot u (= i \cdot Y/Y^*)$, se eleva em função do aumento de u . Igualmente, mesmo com a constância da taxa de poupança ($s_i = S_i/Y$), $s_i \cdot u$ aumenta com a elevação de u .

Enquanto houver capacidade ociosa, o investimento gera sua própria poupança (sem alterar a propensão a poupar), e o crescimento da economia não fica restrito a um hiato de poupança” (SOUZA, 1991: 69-70, grifo nosso).

Expressando de outro modo o que há de essencial nessa exposição de SOUZA (1991), frisamos que a existência de um *trade-off* entre os componentes da demanda agregada (transferências reais do exterior, consumo e investimento) pode se verificar quando, como consequência dos baixos níveis de investimento e aquecimento da demanda em vários períodos sucessivos, chega-se a uma situação de esgotamento da capacidade produtiva. No entanto, pode-se afirmar também que tal conclusão não constitui o único cenário possível, uma vez que se não fizer parte do quadro em análise essa hipótese restritiva fundamental, o acréscimo dos investimentos e a combinação dos efeitos multiplicador e acelerador (ou seja, a expansão da renda advinda do acréscimo do investimento e *vice-versa*) pode estabelecer, sem dúvida alguma, um ciclo virtuoso de acumulação de capital tipicamente keynesiano onde certamente o investimento geraria a poupança necessária¹⁰. Nesse caso, seria correta a visão de que o hiato de poupança não representaria questão relevante de pesquisa.

Não obstante esses apontamentos, consideramos ser necessário deixar de lado por ora este último caso possível para retomar o primeiro (aquele no qual se constata esgotamento da capacidade produtiva) no intuito de sublinhar uma indispensável observação. Mais especificamente, referimo-nos ao fato de que o *trade-off* aqui constatado entre o crescimento real do investimento e as transferências reais ao exterior (e/ou o consumo agregado real) seja decorrência da escassez dos recursos produtivos físicos. Em outras palavras, ante à impossibilidade de se expandir rapidamente a oferta para atender o acréscimo da demanda por bens de capital, mão-de-obra e insumos básicos nesse contexto, a disputa dos capitalistas por tais bens de produção certamente redundaria em alguma elevação dos preços. Com isso, três casos seriam possíveis.

O primeiro seria aquele no qual o acréscimo do investimento real seria viabilizado com o sacrifício dos recursos produtivos que seriam absorvidos na produção de bens de consumo¹¹

¹⁰ Obviamente, para que seja detonada esta expansão do investimento seria preciso investigar seus determinantes microeconômicos como a taxa de lucro esperada (que envolve a projeção da relação capital/produto), os custos de oportunidade (expressos na taxa de juros) e o “estado de confiança” (que envolve elementos relevantes de impossível mensuração quantitativa).

¹¹ Deve-se ressaltar que é a ocorrência desse caso que justifica a expressão “hiato de poupança”. Como pode ser depreendido, a necessidade de elevar a oferta de bens de capital em detrimento da oferta de bens de consumo equivale a um incremento da “poupança”, ou seja, uma redução da participação do consumo no PIB.

e/ou na transferência de recursos reais ao exterior. Num segundo caso possível, ocorreria o inverso e o investimento real seria subtraído em favor da expansão da produção de bens de consumo e/ou das transferências reais. Por fim, tal disputa por recursos restritos poderia acabar “empatada” e o acréscimo do investimento se faria apenas nominal. Vale ressaltar, no entanto, independentemente do resultado final espelhar algum acréscimo do investimento real ou um crescimento nulo deste (com maior ou menor sacrifício de frações das transferências reais ao exterior e/ou consumo), que o dado crucial é que nesses dois últimos casos se verificaria uma restrição de “poupança real” ao crescimento.

Estamos de acordo com SOUZA (1991) quanto à sua conclusão de que o hiato de poupança só possa se manifestar quando esgotada a capacidade produtiva. Não obstante, acrescentamos, em primeiro lugar, que não basta estar atento ao comportamento de uma taxa média de ocupação global ou setorial da capacidade produtiva. É preciso investigar, além disso, como evolui a taxa de ocupação específica de certos segmentos industriais produtores de insumos fundamentais, já que a impossibilidade da expansão da oferta desses bens pode ser fator suficiente para comprometer a ampliação da capacidade de investimento geral dessa economia (CARNEIRO, 1991).¹² Frisaríamos mais uma vez, em segundo lugar, que a existência do citado *trade-off*, e com este do suposto hiato, decorre dos limites impostos à ampliação física da capacidade instalada.¹³

¹² É preciso mencionar que seria relevante discutir quais critérios definem esses importantes conceitos. Ou seja, seria importante indagar qual magnitude de ocupação da capacidade instalada a partir da qual poderíamos considerar uma taxa de plena utilização. Em segundo lugar, seria relevante definir minimamente quais seriam os setores chave onde poderiam ser identificados possíveis pontos de estrangulamento dada a importância da sua oferta. No entanto, como tais questões ligadas à identificação dos níveis de plena ocupação dependem crucialmente das especificidades técnicas de cada setor, o que obriga uma análise caso a caso, deixaremos de lado esses problemas de definição para, assim, concentrar nossos apontamentos sobre as questões mais fundamentais postas no debate em questão.

¹³ Consideramos ser por demais relevante esta última nota tendo em vista que nem sempre os autores e demais analistas que utilizam o modelo de hiato sublinham a crucialidade da hipótese de utilização plena da capacidade produtiva para as conclusões obtidas, bem como o conseqüente fato de que o *trade-off* entre as variáveis seja de natureza física (real). Na verdade, acreditamos que a pouca ênfase muitas vezes dada a esses condicionantes surge em decorrência de uma interpretação indevida, e muito comum, do sistema de equações em questão como sendo o referencial analítico que delimita, em qualquer contexto, o potencial de ampliação do investimento agregado. Na verdade, GLAMBLAGI e AMADEO (1990: 82) já advertiram anteriormente para a confusão que se estabelece entre as identidades contábeis e os determinantes do crescimento. Segundo suas palavras, “[a]s análises feitas a posteriori supõem que o aumento do investimento é causado pelo crescimento da poupança, ou que o investimento não atingiu o nível satisfatório porque a poupança foi insuficiente. O que essas análises não levam em consideração é que a decisão dos indivíduos de poupar uma parcela maior de seus rendimentos não necessariamente irá se transformar num aumento do investimento e da poupança agregados, ao passo que um aumento do investimento implica necessariamente a geração de um fluxo de poupança de igual valor. Pode-se argumentar que reduzir o consumo e aumentar a poupança, se ocorrer um aumento do investimento, correspondem ao mesmo fenômeno. Entretanto, a sequência lógica é diferente, ou seja, na prática o que ocorre não é que a queda do consumo gere um aumento da poupança e este uma elevação do investimento e, sim, que o aumento do investimento ocorra um aumento da poupança e, em condições de pleno emprego, exige uma redução do consumo. É importante, por último, destacar que o princípio da demanda efetiva, conforme o qual o gasto determina a renda nominal, é válido em qualquer situação, embora a forma assumida por este aumento — variação da renda real e/ou dos preços — seja, ela sim, dependente das circunstâncias vigentes.” (grifo nosso)

Destacadas essas questões, acreditamos que seja agora o momento de voltarmos as atenções a um outro problema fundamental aos nossos objetivos. Explicando melhor, cremos que se faz indispensável uma investigação mais detalhada da associação da política econômica de ajuste do Balanço de Pagamentos à estagnação do investimento produtivo na década de 80.

Em outros termos, propomos para melhor avaliar o debate uma mudança de enfoque para um plano de análise não ligado apenas às equações gerais macroeconômicas, mas aos mecanismos de transmissão das políticas macro sobre a deterioração fiscal e financeira do setor público (seus impactos inflacionários e a decorrente restrição dos investimentos), sobre o plano das estruturas industriais (e isso no que diz respeito à especificidade da inserção comercial da economia brasileira) e sobre o plano microeconômico. Nossa posição, portanto, considera que apenas por intermédio das mediações propostas é que será possível estabelecer relações mais precisas a respeito da mudança dos comportamentos e reações microeconômicas a partir de certo quadro macroeconômico. Será, na verdade, a investigação da existência de uma associação entre a geração dos expressivos saldos comerciais, o comportamento do câmbio e a estagnação do investimento o próximo passo a ser dado nessa seção. Quanto à uma suposta contribuição da deterioração das condições de financiamento público para a citada estagnação do investimento, frisamos que tal discussão fica reservada para a quarta seção.

Antes, porém, de iniciar a próxima discussão não poderíamos deixar de expressar nossa posição acerca das divergências dos resultados das análises sobre o hiato de investimentos. Em primeiro lugar, cabe alertar que sendo concreta a existência de ociosidade produtiva no período 1984-85, seria um esforço desnecessário investigar a possibilidade de existência de um hiato de “poupança” naquele momento. Como vimos, sob a hipótese de retomada dos investimentos, tal hiato não se verificaria por definição por um curto período uma vez que esta retomada do investimento geraria a poupança necessária. Desse modo, consideramos que o limite principal da análise de CASTRO e SOUZA (1985) tenha sido a ausência de um exame mais detalhado dos determinantes do investimento, especialmente no tocante aos mecanismos de transmissão da política de ajustamento externo à formação das expectativas microeconômicas.

Quanto aos resultados obtidos por BATISTA (1987), consideramos que este autor tenha incorporado, no tocante ao “estado de confiança” dos agentes econômicos, um quadro mais realista tendo em conta exatamente o período 1986/87 por ele observado. Estando de acordo com

suas conclusões gerais, acrescentamos apenas que em algumas passagens é preciso estar bem atento para não interpretar indevidamente o sistema de equações macroeconômicas da forma incorreta, ou seja, buscando estimar o potencial de crescimento econômico no longo prazo através do comportamento da variável poupança.

Feito o balanço da polêmica CASTRO/SOUZA/BATISTA, passaremos agora à síntese da visão de outro autor a respeito dos fatores associados à política de ajuste do Balanço de Pagamentos que trouxeram a citada restrição ao crescimento do investimento ao longo da década. Advertindo o leitor sobre a orientação geral da exposição a ser vista, ressaltamos que a argumentação em questão visa comprovar a existência de um hiato de investimentos gerado a partir da política de geração dos expressivos saldos comerciais. Posta essa nota inicial, vejamos então a análise de CARNEIRO (1991).¹⁴

Segundo tal autor, a economia brasileira nos anos 80, estando obrigada a transferir recursos ao exterior e utilizando plenamente a capacidade instalada, enfrentou uma contradição entre as metas de sustentação do crescimento e preservação dos saldos comerciais. Exposta a hipótese de esgotamento da capacidade de produção – que torna possível a ocorrência do hiato de investimentos – passa-se a investigar quais seriam, então, os determinantes primordiais que teriam trazido a estagnação do investimento, este sim o pressuposto crucial para o estabelecimento do esgotamento da capacidade ociosa. Quanto à esses determinantes, pode-se identificá-los na própria política de ajuste do Balanço de Pagamentos dos anos 80, mais especificamente, nos resultados trazidos por tal política no tocante ao comportamento de variáveis fundamentais como taxas de juros, taxas de inflação, câmbio e o investimento público, bem como os impactos dessas no plano microeconômico.

Do lado da política monetária e da taxa de juros, estas funcionariam como obstáculos ao investimento praticamente ao longo de quase toda a década, seja porque em vários momentos se fez imprescindível conter a demanda doméstica, dada a obrigatoriedade de se honrar os compromissos externos (como no final da tentativa de estabilização de 1986), seja porque a expectativa de alta instabilidade dos juros, como no caso da taxa de câmbio, provocaria o aumento da preferência por aplicações de curto prazo em detrimento dos investimentos produtivos. Ainda quanto à relevância desse comportamento dos juros e do câmbio, deve-se enfatizar mais uma vez que, além

¹⁴ Na verdade, a exposição que segue foi sistematizada por CARNEIRO (1991) a partir de trabalhos anteriores como TAVARES e BELLUZZO (1986) e TEIXEIRA (1991)

de serem resultantes do choque e do “ajuste” externo, estes elementos estariam na origem da aceleração inflacionária dado que seriam importantes fatores geradores da mudança do processo de formação de preços.

Além dos efeitos negativos sobre os elementos ligados aos determinantes do “estado de confiança”, não poderíamos deixar de mencionar a crise fiscal-financeira decorrente do mesmo ajuste externo como sendo outro fator que teria contribuído para o estabelecimento do hiato de investimentos. Na verdade, uma vez que a citada crise fiscal traria a ascensão dos juros e a redução drástica dos investimentos públicos, surgiria outro elemento fundamental para a estagnação do investimento agregado nos anos 80, posto que com este evento dissolvia-se em grande parte o poder de indução ao crescimento dos investimentos privados, fato historicamente consolidado na experiência anterior de industrialização brasileira.

Listados os principais fatores causadores da estagnação do investimento, CARNEIRO (1991) passa a sublinhar que haveriam outros elementos, também ligados à política de ajuste externo, que teriam potencializado tal contradição. Na verdade, segundo este autor aquela restrição ao crescimento pôde em verdade ser agravada pelo encarecimento do investimento (expresso na elevação da relação capital/produto) e pela instabilidade da propensão ao consumo.

Em relação ao encarecimento do investimento, afirma-se que seu impacto sobre a redução do potencial de crescimento seria expressivo. Isto porque, seu significado deveria ser traduzido como a necessidade de destinação de uma fração maior do produto adicional para o investimento com a finalidade de manter a mesma taxa de crescimento do produto. No que diz respeito às origens dessa elevação da relação capital/produto, CARNEIRO (1991) enumera a limitação à capacidade para importar decorrente da desvalorização da taxa real de câmbio, da substituição “forçada” de importações e da maior proteção aos produtores domésticos de bens de capital, como fatores fundamentais.

Ainda quanto à tal elevação, o autor frisa que haveria um outro fator explicativo relativo ao plano das estruturas de mercado. Tal determinante poderia ser identificado nos comportamentos anti-cíclicos dos preços dos bens de capital, principalmente nos períodos após tentativas fracassadas de congelamentos de preços, quando, a partir de então, as empresas passariam a inserir em suas rotinas as remarcações preventivas face às ameaças de novos choques. Enfim, tanto

em relação ao primeiro quanto ao segundo conjunto de determinantes, a restrição macroeconômica estaria sendo exacerbada pela política econômica. Ou seja, enquanto no primeiro caso tal exacerbção seria decorrente da redução da concorrência externa, no segundo, esta seria potencializada pela política recessiva e pelas experiências de congelamento fracassadas.

No tocante ao comportamento da variável consumo, CARNEIRO (1991: 66-68) aponta, em primeiro lugar, que poderia ser identificada uma contribuição positiva desta variável ao processo de ajustamento externo quando se toma a década de 80 em sua totalidade. Isto porque, considerado todo o período, identifica-se que o consumo tinha crescido menos que o produto, ou seja, teria ocorrido uma redução da propensão a consumir que facilitaria as transferências de recursos ao exterior. Não obstante, o autor afirma que, sendo correta a afirmação anterior, seria necessário investigar, em segundo lugar, quais seriam as razões e implicações associadas a um segundo fenômeno observado, qual seja a grande variabilidade da propensão a consumir no período em questão.

Na verdade, quanto à ocorrência e implicações da variabilidade da propensão ao consumo, o autor aponta que sua manifestação estaria associada às alterações cíclicas do nível de atividade econômica, principalmente para a categoria de bens de consumo duráveis. Se na fase recessiva (1981/83) registrava-se a queda do consumo de duráveis, diferentemente dos não-duráveis, na fase de recuperação (1984/86) o consumo de todas as categorias apresentaria comportamento pró-cíclico. Do exposto deduz-se, então, que seria no período da retomada, quando vai se esgotando rapidamente a ociosidade produtiva, que seria estabelecido um *trade-off* entre os componentes da demanda agregada. Em outros termos, dada a estagnação dos investimentos, passa a ser impossível sustentar as transferências reais ao exterior e, ao mesmo tempo, acelerar ou até mesmo manter as taxas de crescimento. Exposta esta decorrência da instabilidade da propensão ao consumo, vejamos suas origens segundo este autor.

Segundo suas palavras, *"(a)s intensas variações da propensão a consumir e sua drástica elevação na fase de recuperação podem ser atribuídas ao processo de ajustamento para a geração dos superávits comerciais, que, ao ter como um dos elementos centrais uma política monetária restritiva, acumulou nas mãos das camadas de alta renda uma considerável massa de riqueza financeira, com elevado grau de liquidez. Na recuperação, o crescimento da renda, associado à elevada disponibilidade de riqueza financeira por parte das famílias, induz a uma propensão maior a consumir, através da conversão de poupança financeira em consumo de bens duráveis. Os períodos de congelamento de preços (quando se*

manifesta a antecipação da aquisição de bens de consumo) *apenas magnificam esse movimento. Essa é sem dúvida uma importante restrição macroeconômica à preservação dos superávits comerciais após a fase de recuperação*" (CARNEIRO, 1991: 67-68).

Em suma, embora seja correto que o comportamento da variável consumo não tenha representado impedimento à manutenção das transferências ao exterior levando-se em conta a década como um todo, no momento da retomada (1984/86) a elevação da propensão ao consumo em quadro de rápido esgotamento da capacidade ociosa constituiria obstáculo à preservação dos saldos comerciais. Vale dizer, pela ação da política monetária restritiva, o aumento da propensão ao consumo teria potencializado a restrição externa ao crescimento nessa fase.

Da exposição anterior vê-se, portanto, que a política de ajuste teria trazido tanto o determinante fundamental do estabelecimento do hiato de investimentos, como também outros fatores agravantes dessa restrição macroeconômica ao crescimento (como o encarecimento do investimento e as alterações da propensão a consumir). Conclui-se, assim, que o próprio "ajuste" externo seria o núcleo fundamental do desajuste macroeconômico e da restrição ao crescimento.

Postos esses comentários, consideramos que a análise de CARNEIRO (1991) mostra-se plenamente complementar e compatível com as conclusões parciais frisadas em outras passagens no tocante aos resultados da política de ajuste como determinantes primordiais da citada restrição ao crescimento. Restaria investigar, então, as posições do autor acerca da importância de tal política ao trazer outros elementos (o encarecimento do investimento e a oscilação da propensão a consumir) que acirrariam o *trade-off* em questão

Na tentativa de avaliar a consistência dos argumentos do autor e buscando simultaneamente outras mediações necessárias, poderíamos iniciar nossa avaliação pela seguinte indagação: o encarecimento do investimento e as bruscas alterações na propensão a consumir, constituiriam de fato fatores restritivos ao crescimento? Ou seja, será que a elevação da relação capital/produto resultante da política econômica do ajuste seria fator inibidor das decisões de investimento privadas? Será que as alterações da propensão ao consumo são relevantes para se pensar o estabelecimento de um *trade-off* entre os componentes da demanda agregada?

No plano da elevação da relação capital/produto, é certo que este evento poderia depreciar o investimento ao reduzir a rentabilidade esperada. Porém, o que se questiona é se tal encarecimento tenha realmente ocorrido ao longo de toda a década de 80 ou, pelo menos, durante a sua maior parte. Para SARTI (1994), a redução da exposição externa dos bens de capital nacionais como fator explicativo para uma suposta elevação da relação capital/produto representaria, certamente, uma hipótese questionável. Isto porque, com relação às importações de máquinas e equipamentos, se bem que tenha havido, na primeira metade da década, um encarecimento relativo devido às desvalorizações cambiais, no período 1986/90 registrou-se um barateamento decorrente da contínua e crescente valorização da moeda nacional.

Segundo tal autor, este fato poderia ser evidenciado no comportamento decrescente do deflator de máquinas e equipamentos importados entre 87/90, tendo atingido em 1990 um patamar 40% inferior ao de 1980. Além do mais, e de acordo com os dados da tabela 1.6, a participação crescente de máquinas e equipamentos importados a preços constantes no total da FBCF, a partir de 1984, parece sinalizar a ocorrência de redução adicional dos preços dos produtos importados.¹⁵ Assim sendo, a menor participação dessas importações a preços correntes seria justificada pelas citadas desvalorizações no período 1980/84.

No que diz respeito às oscilações da propensão ao consumo, nossa posição é de que tais eventos poderiam potencializar, na retomada, uma restrição ao crescimento latente caso a elevação do consumo de bens duráveis tivesse contribuído para o esgotamento da capacidade produtiva dos segmentos exportadores mais relevantes. A esse respeito, mesmo que se considere que o setor de bens de consumo apresentava ociosidade produtiva no período em questão (tabela 1.5), é preciso destacar que a elevação da demanda nesse setor deve ter implicado em maiores encomendas ao setor produtor de bens de consumo intermediários, setor este que concentra importantes agentes exportadores e que apresentava na retomada níveis elevados de ocupação da capacidade produtiva. Sendo assim, corrobora-se a importância da instabilidade da propensão a consumir para o esgotamento da capacidade do setor produtor de bens intermediários e, portanto, para o estabelecimento de um *trade-offs* entre os componentes da demanda agregada.¹⁶

¹⁵ Na verdade, veremos no capítulo 3, a posição de SOUZA (1997) que traz mais evidências a esse respeito.

¹⁶ Veremos na seção 1.5 maiores detalhes sobre a importância do comportamento do consumo de bens intermediários na inversão do saldo comercial em 1986.

Com tudo que foi exposto até aqui, finalizamos essa seção esperando ter deixado claro ao leitor as seguintes conclusões. Em primeiro lugar, frisamos, em acordo com a síntese elaborada por CARNEIRO (1991), que a restrição macroeconômica ao crescimento a qual estávamos submetidos nos anos oitenta teve como determinante a política econômica de ajuste do Balanço de Pagamentos. Dito de outra forma, estando postos os contornos gerais de tal política, estariam lançadas as bases do desajuste macroeconômico, da estagnação do investimento público e privado e, conseqüentemente, da citada restrição ao crescimento.

Em segundo lugar, quanto aos fatores que tinham exacerbado a citada restrição, nossa posição não é exatamente a mesma da de CARNEIRO (1991). Embora consideremos que as oscilações da propensão a consumir tenham contribuído para a potencialização da restrição ao crescimento na retomada, no que diz respeito ao encarecimento do investimento, estamos de acordo com SARTI (1994). Ou seja, não há indícios satisfatórios de que teria havido nos anos 80 um encarecimento crônico do investimento, uma vez que não se verificou uma baixa exposição externa do setor de bens de capital. Em outros termos, dos listados fatores agravantes da restrição macroeconômica ao crescimento, apenas a instabilidade da propensão ao consumo se confirmaria enquanto tal.

1.4- O ajuste do Balanço de Pagamentos como determinante do hiato fiscal: a polêmica acerca das origens da restrição fiscal e financeira do setor público brasileiro.

Apontada por SOUZA (1991) e reforçada por nossa interpretação a particularidade de aplicação da formulação do hiato de investimentos, passa-se a investigar de agora em diante a existência de uma terceira via pela qual estaria hipoteticamente impedido o crescimento econômico via estagnação do investimento. Em poucas palavras, investiguemos como foi encaminhado o debate acerca da ocorrência do assim chamado hiato fiscal. A fim de tomar nossa análise mais breve e didática, façamos isso por meio da síntese do autor acima citado sobre as várias interpretações existentes no que toca as possíveis origens e os prováveis efeitos da restrição fiscal imposta à economia brasileira nos anos 80.

Definido o hiato fiscal como sendo a relação direta entre o desequilíbrio fiscal-financeiro do setor público e a redução dos investimentos público e privado, ou a relação indireta entre ambos mediada pela inflação, o autor nos adverte para a existência de pelo menos três versões para as origens do problema fiscal-financeiro. Para um primeiro grupo de analistas, a crise fiscal estaria associada à resposta dada pela política econômica ao choque do petróleo. Em síntese, a partir da elevação dos subsídios ao setor privado e do estabelecimento de desequilíbrios orçamentários das empresas estatais, teria sido firmada a origem da crise fiscal. Para um segundo grupo de analistas, a crise fiscal seria decorrência do ajuste do Balanço de Pagamentos provocado pela crise da dívida externa, mais especificamente pelo impacto negativo sobre as finanças públicas resultante não só da elevação dos subsídios, mas também das máximas desvalorizações do câmbio e da contenção das tarifas públicas. Finalmente, para um terceiro grupo, dentro do qual se incluem os autores da tese do “saldo estrutural”, a dita crise fiscal seria resultado fundamentalmente da inexistência de meios não inflacionários de financiamento do gasto público manifesta a partir da interrupção da captação externa.

Expostas as visões, o autor alerta que a investigação da sustentação dessas posições se fazia muito importante na medida em que por meio de tal avaliação seria possível não apenas investigar a existência ou não do hiato fiscal, mas também fornecer elementos para responder se a economia brasileira havia sido exposta a um “sobreajustamento”, e se haveria uma herança dos anos 70 para a crise fiscal dos anos 80. Deixando claro que a confirmação dessa suposta herança implicaria na negação de algumas importantes conclusões originalmente elaboradas pelos defensores do saldo estrutural¹⁷, vejamos como o autor trata de negar sua ocorrência.

Iniciando pela hipótese do “sobreajustamento”, o primeiro indício levantado por Souza para negar sua existência refere-se à análise das políticas de controle da absorção ao longo dos anos 80. Em síntese, quanto aos impactos finais das políticas fiscal e monetária, o autor conclui que mesmo que se considere que tenha havido profundo corte de absorção entre 1981 e 1984, esta tendência teria sido mais do que revertida de 1985 em diante, manifestando-se a partir daí, porém, uma redução dos investimentos privados.

¹⁷ Destaca-se aqui a defesa da “estratégia de 74”, ou seja, o acerto das autoridades em implementar um programa de investimento mesmo que baseado no endividamento externo. O acerto deveria ser corroborado apenas se fosse comprovado que tal endividamento não estava na origem da restrição fiscal ao crescimento nos 80, ou seja, se a inegável restrição fiscal não fosse decorrência de fatores associados diretamente àquela política.

Quanto ao uso das políticas de oferta, o autor mostra que seria correto afirmar que os incentivos às exportações haviam contribuído para o desequilíbrio das finanças federais somente até 1982, já que a partir de então a contribuição desses teria sido no sentido de aliviar a crise fiscal. No que se refere propriamente aos efeitos da política de remarcação das tarifas públicas, é preciso frisar que embora seja apontada a ocorrência de uma subindexação, o autor adverte que tal fato não constituiu um incentivo específico ao setor exportador uma vez que o custo dos insumos públicos utilizados pelo setor exportador não haviam caído relativamente aos custos dos mesmos insumos para os demais setores. Por fim, e ainda detido num balanço dos impactos das políticas de oferta, o autor apresenta dados que demonstram que a política cambial não havia contribuído expressivamente para um encarecimento das importações, posto que, afóra os anos iniciais da década de 80, havia se instaurado uma tendência de apreciação cambial.

Do balanço da política de ajuste, SOUZA (1991) concluía, então, que custos de ajuste elevados, associados à uma suposta necessidade de controle da absorção doméstica para a elevação do saldo comercial, apenas haviam se manifestado entre 1981 e 1983, ou quando a economia havia atingido as proximidades do pleno emprego à época do Plano Cruzado. Da mesma maneira, tendo dito que as desvalorizações cambiais e os subsídios às exportações haviam sido expressivos apenas no início da década, funcionando a partir de 1984 como *“lastros lançados para fora de um balão”*, conclui o autor que não haveria fundamentação a hipótese de “sobreajustamento”, ou seja, a afirmação de que a obtenção dos saldos comerciais havia-se dado a partir do sacrifício do potencial de crescimento econômico.

Passando à interpretação de SOUZA (1991) quanto à suposta herança dos anos 70 para a crise fiscal dos anos 80, vê-se que a negação dessa herança se realiza por meio da identificação das razões pelas quais as rendas geradas pelos ativos produtivos, constituídos em grande parte nos 70, não haviam totalizado um montante que bastasse ao cumprimento dos compromissos financeiros externos. Nesse caso, a verdade segundo o autor seria que, de um lado, o choque dos juros internacionais, e, de outro, a contenção das tarifas públicas seriam os fatores causadores daquela insuficiência de divisas, ou seja, ambos os fatores não associados diretamente à “estratégia de 74”.

Quanto à pressão da taxa de juros externa, ressalta o autor que seria um equívoco não perceber o alívio da pressão altista da carga de juros realizado a partir de 1984, quando também a política cambial mudaria para uma tendência de apreciação, contribuindo, da mesma forma, para o

alívio da pressão financeira da dívida externa sobre o déficit fiscal. No que diz respeito à contenção das tarifas, o autor recorda que, se bem que esta tenha atravessado toda a década, tratava-se de um equívoco associar tal contenção à política de ajustamento.

Negada assim a herança dos 70 para a crise fiscal dos 80, ou em outros termos, reiterado o acerto e o sucesso da “estratégia de 74”, o autor trás os argumentos que visam comprovar que o comportamento dos juros, das tarifas e do câmbio não correspondiam ao cerne da restrição fiscal.

Segundo seus apontamentos, no período em que tais pressões fizeram-se mais intensas, ou seja, entre 1981 e 1984, o problema básico enfrentado pela economia brasileira não havia sido uma crise fiscal, mas sim uma restrição de divisas, como visto. Na verdade, segundo o autor, a crise fiscal se constituiria como problema efetivo apenas a partir de 1987 com a reversão das expectativas de crescimento dadas pelo fracasso do Plano Cruzado que, ao trazer a tendência à hiperinflação, havia tomado crítico o problema do financiamento público. Portanto, a existência de uma restrição fiscal ao crescimento haveria de surgir apenas a partir de 1987, com o que também se conclui, diferentemente do senso comum ortodoxo, que a crise fiscal seria consequência da escalada inflacionária e não o inverso.

Expostos os traços gerais dos argumentos do autor, resta citar que os apontamentos feitos levam SOUZA (1991) a negar o que se chamou de versão “forte” do hiato fiscal, ou seja a idéia defendida por BACHA (1990) de que a crise da dívida estaria na gênese da crise fiscal. Nessa visão “equivocada”, a quebra do financiamento externo teria levado o governo a reduzir os investimentos públicos e financiar-se com imposto inflacionário, causando a aceleração inflacionária e a recessão.

A visão mais acertada dos fatos segundo Souza seria, portanto, a chamada versão “fraca” do hiato fiscal, que ao contrário da primeira, “...parte da constatação de que o processo de alta inflação (cuja origem, multi-causal, não cabe aqui discutir) colocou a questão do financiamento do setor público no centro da problemática econômica brasileira. A existência de uma carga de compromissos financeiros externos do governo para os quais não existe financiamento adequado (por exemplo, de origem externa) torna este componente do problema fiscal um dos ingredientes da crise inflacionária e portanto de um programa de estabilização bem sucedido” (SOUZA, 1991: 146).

Como se vê, o hiato fiscal não seria, segundo essa visão, um problema em gestação no início dos anos 80. A inflação seria o determinante **inicial e principal** do desequilíbrio fiscal e financeiro que, por sua vez, seria realimentador do processo inflacionário, mas apenas um dentre esses determinantes. Portanto, o hiato fiscal seria fundamentalmente o resultado da dimensão tomada pelo processo inflacionário de origem *"multi-causal"* não discutida, ou seja, algo difícil de ser antecipado em 1985.

Examinemos, agora, a consistência e sustentação dos argumentos antes expostos. Explicitando o caminho pelo qual se realizará o desejado balanço, frisamos que o método escolhido será um contraponto do pensamento daquele autor com a análise de CRUZ (1993) sobre o tema. Já adiantando o ponto central de discordância, veremos como a análise deste autor indica a parcialidade dos argumentos de SOUZA (1991) ao propor que o ajuste do Balanço de Pagamentos teria representado um dos principais determinantes da deterioração do financiamento do setor público. Em outras palavras, vejamos como *"... a forma assumida pela crise nos anos oitenta está indissoluvelmente ligada ao ciclo endividamento externo/estatização da dívida/transfêrencia de recursos ao exterior e às relações entre os setores público e privado estabelecidas nas diversas fases desse ciclo"* (CRUZ, 1993: 2).

Em primeiro lugar, há que se ressaltar que o conceito de "estatização" da dívida externa não possui a mesma conotação para ambos os autores. De um lado, SOUZA (1991) busca compreender o significado desse processo fundamentalmente pelos efeitos das operações registradas em moeda estrangeira (DRME) sobre o estoque da base monetária. Já a análise de CRUZ (1993), como a citação indica, pretende desvendar como a totalidade das interações entre o setor público e o privado representou, em última instância, a construção da solidarização de interesses privados através da ação da política econômica, que, na sua concepção geral, permitiu a socialização dos ônus privados quando da grave debilitação das posições devedoras após o choque dos juros e da crise de financiamento internacional. Feita essa importante ressalva, vejamos como CRUZ (1993), ao diferenciar duas fases do processo de estatização da dívida externa, torna possível a apreensão de alguns importantes mecanismos da deterioração fiscal-financeira do Estado brasileiro ao longo do período 1974/85.

No que se refere à primeira fase da estatização da dívida externa, que engloba o período 1974/78, sua característica fundamental seria a crescente participação do Estado brasileiro no total das captações externas, principalmente por parte das empresas estatais. Para se ter uma noção

dos volumes dos empréstimos diretos em moeda negociados, constatou-se uma elevação da participação do setor público de 35% do total, em 1974, para 60%, em 1978. No tocante aos determinantes dessa elevação, o autor cita tanto o esgotamento do ciclo expansivo anterior, que determinaria a retração relativa da tomada de empréstimos externos por parte das empresas privadas, quanto a implementação do II PND e a resultante expansão das inversões estatais financiadas por recursos externos.

Quanto à relação existente entre esse acréscimo das captações públicas e a citada solidarização de interesses privados, mostra-se que a ampliação do endividamento externo das empresas estatais desempenhou um papel fundamental ao conferir novos raios de manobra à gestão governamental num momento de exacerbação da disputa por recursos públicos. Em outros termos, tal endividamento teria permitido ao governo, concomitantemente à intensificação dos investimentos do II PND, utilizar as empresas estatais como vetores de concessão de subsídios indiretos ao setor privado através da contenção das tarifas e preços dos setores de infra-estrutura, que tornavam a composição dos preços relativos mais favoráveis à lucratividade privada. Além desse mecanismo indireto, seria preciso ressaltar também que tal elevação das captações públicas também teria possibilitado a destinação crescente de fundos internos e créditos subsidiados do BNDE ao setor privado, alijando as estatais da obtenção de créditos ofertados pela agência oficial de fomento.

O resultado dessa ampliação do conjunto de subsídios da área federal seria, como mostra CRUZ (1993), uma elevação dos incentivos concedidos, que, totalizados, passariam de 3,0% do PIB, em 1973, para 7,6%, em 1980. Outra conseqüência não menos crítica teria sido o acúmulo de um expressivo passivo em dólares por parte das empresas públicas, dívida esta que teria um expressivo potencial desequilibrador das finanças públicas percebido apenas após a crise cambial da virada da década.

Postas as características gerais da primeira etapa do processo de estatização, o autor citado mostra que numa segunda fase, que abrange o período 1979/85, teria ocorrido o aprofundamento da tendência de elevação da participação dos empréstimos públicos frente aos privados¹⁸. Isto porque, face a retração dos empréstimos privados em virtude da explosão dos juros internacionais, da instabilidade cambial e da recessão, mais uma vez as empresas estatais teriam sido

¹⁸ Quanto à significância da participação dos empréstimos contratados pelo setor público, pode-se citar que nessa fase tal participação tenha atingido cerca de 90% das tomadas diretas realizadas nos termos da Lei 4131.

utilizadas para captar as divisas necessárias para combater o desequilíbrio externo que se iniciava. Deslocadas de uma lógica de ação microeconômica, não é difícil perceber o impacto extremamente adverso que mais tarde resultaria desse aprofundamento das posições passivas num outro cenário marcado por juros e *spreads* mais elevados.

Mais significativo do que a exacerbação dessa tendência, no entanto, (e essa é a característica que distingue a segunda etapa) foi a utilização de canais institucionais (DRME e Depósitos de Projetos) como meios de transferir ao setor público os encargos em ascensão das dívidas privadas contraídas no período anterior. Nesse sentido, poderíamos identificar os determinantes da crescente fragilização fiscal-financeira do setor público não apenas na crise cambial – que teria elevado os encargos da dívida originalmente pública – mas também na política de ajuste, e, por fim, nas negociações com os bancos credores e com o FMI. Vejamos em termos sucintos como a transferência do ônus do endividamento anterior concentrou-se no setor público através desses dois últimos mecanismos.

Originalmente concebidos para estimular a captação privada no exterior, os depósitos registrados em moeda estrangeira (DRME) permitiram aos agentes privados adiantarem-se ao vencimento de suas dívidas depositando no Banco Central o equivalente em moeda nacional dos seus encargos em dólares. Com isso, tomaram-se um veículo de socialização das perdas uma vez que, realizado o depósito, a autoridade monetária passava a garantir, via Instrução n. 432 e Circular n. 230, o risco cambial envolvido até o momento do vencimento da parcela da dívida. Se levarmos em consideração que tal possibilidade de *hedge* cambial se dava num contexto de acentuadas desvalorizações da moeda nacional (entre as quais uma *maxi* de 30%) e elevação contínua dos encargos de dívidas contratadas a juros flutuantes, concluímos que esse mecanismo representou, sem dúvida alguma, uma real transferência dos encargos de dívidas privadas passadas ao Estado brasileiro.

Com o exposto acima, nota-se o caráter parcial das afirmações de SOUZA (1991) ao negar que os DRME não tenham tido importância na explicação da debilitação financeira do setor público. Estando detido exclusivamente nas operações com impacto monetário imediato, o autor afirma que *“as operações externas que implicam a emissão de moeda e/ou títulos de curto prazo podem ser divididas em dois grupos. O primeiro, reunindo a acumulação de reservas, o pagamento dos encargos externos, e as amortizações da dívida externa do governo, exige a compra de divisas pelas autoridades, e portanto acarreta uma expansão da base monetária (e/ou da dívida pública interna). O segundo, englobando a captação de empréstimos externos e de depósitos*

registrados em moeda estrangeira, têm um impacto contracionista. Isto significa que a estatização da dívida externa representa uma fonte de alívio das finanças públicas idêntica à tomada de novos empréstimos no exterior” SOUZA (1991: 143-144).

Ora, é verdade que os DRME representam uma fonte de financiamento imediata do governo. Também é verdade, como reconhece o autor, que através desse mecanismo transfere-se uma dívida privada ao setor público. Porém, o que nos falta para concluir se esta transferência pode significar efetivamente um alívio real definitivo para as finanças públicas, é uma avaliação que se detenha minimamente na estimativa do custo que esse passivo transferido possa vir a representar. Ou seja, é só através de uma análise que confronte os ganhos de curto prazo, advindos do afluxo de depósitos, e os custos futuros de rolagem da dívida em dólares, que se faz possível avaliar a ação dos DRME como canais de deterioração das finanças públicas.

Nossa opinião quanto a esse ponto, como já deve estar claro, é a de que a análise de SOUZA (1991) apenas se confirmaria se as condições de refinanciamento do passivo assumido se mantivessem em condições não tão discrepantes face ao momento no qual tal transferência tenha ocorrido. No entanto, como pode ser facilmente demonstrado, num contexto de juros e *spreads* ascendentes e de constantes e acentuadas desvalorizações do câmbio, a possibilidade do *hedge* cambial utilizado em larga escala representou, em última instância, um verdadeiro mecanismo de ajuste privado às custas do agravamento das condições de financiamento do setor público.

Prosseguindo com a investigação das fontes de socialização dos custos do ajuste, podemos identificar nas diretrizes do processo de renegociação com os credores internacionais, um outro importante veículo de deterioração das contas públicas. Em linhas gerais, a condução dos termos de renegociação, realizada em meio a uma forma de ação cartelizada dos credores e uma atuação isolada de cada devedor¹⁹, além de impor mudanças de política econômica interna ao país devedor, resultou, no caso brasileiro, na definição de uma disponibilidade global de crédito sem a definição prévia dos tomadores finais desse crédito. Assim sendo, enquanto estivesse indefinido o mutuário final, pelos termos das figuras dos depósitos de projetos e dos reembolsos, definia-se que os recursos deveriam ficar depositados no Banco Central, sobre quem recairia o peso de todos os encargos até o momento da definição do tomador (BIASOTO, 1988).

¹⁹ Para uma leitura mais detida nesses aspectos veja BAER (1993).

Diante da já exposta fuga dos agentes privados dos passivos em moeda estrangeira ao longo do período em questão, não seria surpreendente concluir que o destino básico desses recursos teria sido as empresas estatais (submetidas a uma enorme crise financeira) ou mesmo a permanência por um largo período no próprio Banco Central. Segundo CRUZ (1993: 14), com a efetivação de tais mecanismos estaríamos *"na culminância do processo de estatização da dívida externa."*

Expostos os mecanismos fundamentais e os impactos sobre o financiamento público do que se chamou processo de estatização da dívida externa brasileira, podemos prosseguir nossa síntese das contribuições de CRUZ (1993), frisando que, uma vez concluído o citado processo e concentrados os passivos e encargos externos no setor público, seria continuamente repostos mais um fator depreciativo das condições de financiamento estatal. Explicando melhor, estamos nos referindo ao fato de que, sendo os expressivos superávites gerados pelo setor privado e concentrados os encargos no setor público, estaria reposta constantemente uma pressão expansionista sobre a base monetária e/ou sobre a dívida pública advinda da necessidade de aquisição das divisas geradas na órbita privada.

Se somado a isso levarmos em consideração que a partir de 1985, afastado o problema da insuficiência de divisas, o combate à inflação passa a ser a grande prioridade da política econômica, pode-se explicar o porquê da preferência pela expansão da dívida interna ao invés da ampliação da base monetária como mecanismo absorvedor de tais divisas. Mais do que isso, sendo basicamente o perfil desse endividamento o curto prazo e os juros internos elevados, identificamos aqui a colagem de um endividamento interno (com expressivos custos de rolagem) ao externo. Estaria posto, portanto, mais um mecanismo de debilitação fiscal e financeira do setor público brasileiro advindo da forma específica do ajuste brasileiro. Os dados das tabelas 1.2 e 1.3 quanto ao crescente peso dos encargos das dívidas interna e externa e a força da interpretação do caráter financeiro do déficit fiscal certamente espelham essa realidade.

Não obstante esses apontamentos, a visão de SOUZA (1991), ao negar a relevância da política de ajuste sobre a crise fiscal-financeira, mais uma vez fornece uma apreciação apenas parcial. Detendo-se em equações insuficientes para a apreensão de relações dinâmicas, o autor nega a relevância da dicotomia listada acima (saldos privados e dívida pública) para o problema fiscal, afirmando *"...que para que haja uma pressão sobre as necessidades de financiamento do Estado, tudo que se necessita é que o governo tenha uma dívida. Se a dívida que financiou um déficit passado é externa, isto não muda em nada o*

problema do financiamento do setor público (exceto marginalmente, na medida em que os juros externos são mais baixos do que os internos). Em segundo lugar, como se pode notar, o fato do superávit comercial ser privado não faz qualquer diferença.”

Prossegue o autor na sua explicação: *“suponhamos, por absurdo, que o superávit comercial fosse inteiramente público. Isto poderia ocorrer se o governo estatizasse o comércio exterior, criando uma ‘trading company’ que adquirisse toda a produção exportável do país e a vendesse no exterior. Quem estaria agora gerando as divisas seria o setor público. Mas o problema das necessidades de financiamento seriam as mesmas, porque para pagar salários no setor exportador público e comprar mercadorias e serviços a serem exportadas seria necessário desembolsar cruzeiros (da mesma maneira que se faz quando as divisas são geradas pelo setor privado). O exemplo mostra simplesmente o seguinte: que é a existência de uma dívida pública (produto de déficits passados), sobre a qual incidem juros, que cria, na ausência de um superávit primário capaz de cobrir seus encargos, uma necessidade de financiamento para o governo. Esta é a essência do fenômeno. Que os juros externos sejam públicos e o superávit comercial seja privado, diz respeito apenas a forma de manifestação do problema. A explicação centrada nestes fatos capta apenas um epifenômeno”* (SOUZA, 1991: 103-104).

Acreditamos, no entanto, que as conclusões do autor se tomam equivocadas porque, considerando não simplesmente o caso hipotético de comércio exterior estatizado, a afirmação de que a dicotomia em questão não seria relevante como determinante da deterioração das finanças públicas, apenas se sustentaria minimamente com a suposição implícita de que nenhum incentivo público teria colaborado para a geração dessas divisas. No entanto, como demonstram os dados expostos por CRUZ (1993), considerado o período 1980-85, constatamos que se todos os incentivos fossem utilizados - entre os quais se destacam as operações de *drawback*, crédito prêmio, redução de imposto de renda, isenções tributárias e o programa Beflex - estes totalizariam cerca de 60% do valor FOB das exportações de manufaturados ou a valores da ordem de 3% do PIB (BAUMANN, 1989 e BOMTEMPO, s.d.).

Posta essa consideração, concluímos em primeiro lugar que, a partir do levantamento do montante dos incentivos, seria enganosa a expressão “dicotomia entre saldos privados e encargos públicos”. Como pode ser deduzido, tais benefícios corresponderam a verdadeiras transferências ao setor privado, posto que o Estado brasileiro, pouco depois de subsidiar a geração das divisas, reapareceria como comprador dessas por preços comigidos, dado o cenário de constantes desvalorizações da moeda nacional. Para completar a assimetria das relações entre os setores público e

privado, não se deve deixar de mencionar que, gerados os saldos e assegurada a rentabilidade dos agentes exportadores, seriam estes agentes e os demais detentores de riqueza líquida os principais beneficiários da valorização patrimonial via aplicações lastreadas na dívida interna pública. Não bastaria, portanto, a garantia da capitalização na esfera produtiva. A alavancagem financeira completaria os benefícios privados baseados no encilhamento progressivo do setor público.

Em segundo lugar, e não menos importante, concluímos que mesmo levando em conta que tais incentivos tenham seus montantes diminuídos a partir de meados da década, jamais poder-se-ia deduzir disso que benefícios dessa magnitude não tenham tido importância para a ampliação de uma modalidade específica de endividamento interno. Na verdade, uma vez montados os contornos gerais de um tipo de financiamento conhecido como “ciranda financeira”²⁰, o acúmulo de incentivos dessa magnitude expressaria mais tarde seu potencial destrutivo sobre as contas públicas. Isto ocorreria quando a somatória de déficits, resultantes em grande parte da concessão desses incentivos, elevaria significativamente o estoque de uma dívida interna com prazos curtos de financiamento e juros elevados.

Em poucas palavras, dadas as condições do financiamento dessa dívida, o crescimento do seu estoque, alimentado pelas intensas transferências ao setor privado, obviamente seria fator determinante do progressivo encilhamento fiscal-financeiro do Estado brasileiro. Os dados da tabela 1.4 evidenciam o exposto acima através da expansão contínua dos juros internos e do estoque da dívida interna pública.

De tudo que foi exposto da polêmica acerca das origens da restrição fiscal-financeira do Estado brasileiro, ressaltamos nesse balanço parcial que toma-se imprescindível, para a compreensão adequada da problemática em questão, ter em mente as condições específicas do financiamento público juntamente com as formas particulares de solidarização dos interesses privados via socialização dos ônus. Atentos a essas questões e aos seus impactos ao longo do tempo, acreditamos então que a crise fiscal brasileira teria raízes anteriores e mais profundas do que propõe SOUZA (1991).

²⁰ Seriam aspectos marcantes desse padrão a inexistência de financiamento público de longo prazo e a impossibilidade prática de distinção entre a política monetária e a rolagem da dívida pública interna. Para melhores detalhes, veja TAVARES e BELLUZZO (1982).

Em suma, embora a citada crise fiscal-financeira tenha sido agravada com a aceleração inflacionária de meados da década, sua gestação é processada em um período anterior. Mais especificamente, esta é em grande parte originada no período da efetivação da política econômica do ajuste do Balanço de Pagamentos, que, como já enfatizado, ao promover a socialização dos ônus do ajuste privado e exportador, acabou por deteriorar enormemente as condições de financiamento mediatas do setor público, gerando, portanto, as bases para futuras crises fiscais.

Uma última consideração diz respeito às relações entre a aceleração inflacionária e as políticas de ajuste do Balanço de Pagamentos. Em outros termos, constatamos que as origens do recrudescimento do processo inflacionário também não são independentes do ajuste do Balanço de Pagamentos e do padrão problemático do financiamento público. Isto porque baseamos nossa interpretação desse processo na visão de que, ao trazer a elevação e a instabilidade dos juros, a crise do financiamento público contribuiria para a geração de mudanças significativas na lógica microeconômica de formação de preços, induzindo uma tendência altista dos *mark ups* desejados.²¹ Enfim, seja qual for a formulação teórica que sustenta a visão “multi-causal” do processo inflacionário, não concordamos que esta possa ser adequada ao desconsiderar a específica crise do financiamento público em gestação no início dos 80 como um dos principais pontos de partida e um fator explicativo crucial.

A visão correta, segundo nossa compreensão, seria que não só a inflação geraria a crise fiscal a partir de 1985, como também essa mesma crise fiscal, já em processamento no início dos 80, seria causa fundamental da aceleração inflacionária. O importante a se reter é que essa última relação de causalidade é um antecedente fundamental, uma vez que, dada a forma particular historicamente constituída do endividamento interno brasileiro, a crise fiscal torna-se potencializadora de maiores déficits fiscais e crises de financiamento futuras.

Feito o balanço da polêmica acerca das origens do hiato fiscal brasileiro, finalizamos a seção destacando uma posição distinta de SOUZA (1991) e de sua versão “fracá” do hiato fiscal. Nossa visão quanto a esse ponto é a de que, embora a crise fiscal-financeira tenha se tomado crítica somente a partir de meados da década, sua gestação estava em processo já no seu início, condicionada pela política de ajuste do Balanço de Pagamentos, mais especificamente, pelas relações estabelecidas

²¹ Para melhor fundamentação da visão do processo inflacionário sobre a qual nos baseamos, veja FRENKEL (1979); TAVARES e BELLUZZO (1986) e CARNEIRO (1991).

entre os setores público e privado em meio ao processo de estatização da dívida externa, dadas as condições problemáticas de endividamento do setor público.²²

1.5- Outros fatores de problematização da retomada do crescimento: os elementos estruturais associados à especificidade da inserção externa brasileira e os condicionantes da competitividade.

Realizamos até aqui a revisão do debate acerca da existência de hiatos de divisas e de poupança nas seções 1.2 e 1.3, bem como o balanço da polêmica quanto às origens do hiato fiscal na seção 1.4. Cumpridos esses objetivos, passaremos nessa última seção ao exame de algumas contribuições no tocante à existência de outros fatores que tenham tomado problemática a compatibilização da retomada do crescimento econômico com sustentação dos expressivos saldos comerciais nos anos 80. Apenas adiantando o que será visto, ressaltamos que nossas considerações apontarão para a existência de outros fatores (ausentes nas discussões sobre os hiatos) que tornaram problemática a citada compatibilização.

Nosso objetivo de agora em diante será, então, demonstrar que não apenas a política de ajuste do Balanço de Pagamentos, mais outras questões ligadas a aspectos estruturais, devem ser incorporados numa análise satisfatória sobre a questão da sustentação dos saldos e crescimento nos 80. Como veremos, tais fatores estariam associados à especificidade da inserção externa da economia brasileira e à deficiência de certos aspectos da competitividade de nossa indústria. Vejamos, em primeiro lugar, a contribuição de CARNEIRO (1991) quanto à chamada restrição cambial imposta à manutenção dos saldos comerciais quando da retomada do crescimento econômico.

Antepondo-se desde o início às obras de CASTRO e SOUZA (1985) e (1988) e suas proposições em favor do caráter estrutural do saldo comercial brasileiro, o autor ressalta primeiramente que para a compreensão do comportamento do saldo comercial na segunda metade da década de 80, tornava-se crucial o entendimento das causas das significativas oscilações das quantidades exportadas. A razão disto residiria no fato de estar nessas variações a principal explicação para a reversão da tendência de crescimento do saldo a partir de 1985.

²² A esse respeito, veja BAER (1993).

Ao longo do desenvolvimento de seus argumentos, o autor mostra que dentre os determinantes das oscilações das exportações, destacava-se o marcante componente cíclico de seus volumes, ou seja, a evidência de que, simultaneamente à expansão da demanda interna, observava-se uma forte redução das quantidades e, então, dos valores exportados. Dito isso, CARNEIRO (1991) passa a expor outros argumentos que fundamentariam tais observações.

Segundo o autor, as conclusões de CASTRO e SOUZA (1988) que indicavam a possibilidade de compatibilização entre manutenção dos montantes do saldo e ocupação plena da capacidade produtiva instalada, seriam equivocadas pois não diferenciavam os setores exportadores dos não exportadores no tocante ao grau de utilização da capacidade. Prosseguindo em sua objeção, CARNEIRO (1991) mostra que se fosse verdadeiro o fato de que os principais setores exportadores atingissem mais cedo o teto da capacidade instalada, ter-se-ia que a continuidade do crescimento interno só poderia se dar mediante a redução das exportações e/ou aumento das importações. Confrontando tais afirmativas com as evidências empíricas disponíveis, tanto sobre os resultados do saldo comercial como sobre os dados a respeito dos coeficientes de exportação/vendas e os níveis de utilização da capacidade instalada, o autor chega às seguintes conclusões.

Quanto ao coeficiente exportação/vendas, constatou-se uma grande variabilidade tomando-se a economia como um todo e um aumento sensível da dispersão para os ramos produtivos nos momentos de elevação desse coeficiente exportação/vendas agregado. Além disso, verificou-se uma grande sensibilidade desse coeficiente em relação ao ciclo doméstico, sendo esta sensibilidade mais pronunciada para o setor de bens intermediários, ou seja, exatamente o setor que reúne os principais segmentos exportadores. Na verdade, a respeito desse setor, o que se viu ao longo da década foi uma elevação significativa do grau de abertura no período recessivo e uma redução expressiva nas fases de recuperação. Em outros termos, corrobora-se a partir dessa análise a constatação da colagem das variações das quantidades exportadas ao ciclo doméstico.

Da mesma forma que o coeficiente exportação/vendas, o autor mostra que a análise do nível de utilização da capacidade produtiva teria revelado uma grande dispersão setorial, dispersão esta que teria aumentado nas fases recessivas e diminuído na recuperação. Na análise desse item, CARNEIRO (1991) aponta que seria preciso dar especial destaque ao setor de bens intermediários, já

que esse setor teria apresentado os maiores índices de ocupação da capacidade instalada, tanto nas fases de expansão quanto na recessão.

Com esses apontamentos mostra-se, então, que o setor de bens intermediários, ao ter apresentado o mais elevado nível de utilização da capacidade instalada, representou o cerne da contradição em conciliar a elevação da absorção doméstica com a manutenção das exportações, uma vez que a recuperação do nível de atividade interna certamente traria como resultado o rápido esgotamento da capacidade instalada nesse setor. Assim sendo, o volume exportado, que daí proveria maioritariamente, teria sido sacrificado em favor da expansão doméstica, fato que poderia ser comprovado pela expressiva oscilação do coeficiente de abertura desse setor.

Em suma, estariam equivocadas as conclusões de CASTRO e SOUZA (1988) que enfatizariam a elevação da velocidade de crescimento da demanda (acima do produto potencial) como fator explicativo fundamental da redução do saldo comercial em 1986. Nas palavras de CARNEIRO (1991), “...somente a persistência de capacidade ociosa (nos setores exportadores) comprovaria suas teses; caso contrário, a velocidade de crescimento da demanda apenas teria antecipado um resultado inexorável” (CARNEIRO, 1991: 77-78).

Frisamos num brevíssimo balanço da contribuição de CARNEIRO (1991), que é crucial que estejamos atentos às questões relativas à especificidade da inserção comercial para o entendimento da compatibilização possível entre a sustentação dos saldos comerciais e retomada do crescimento econômico no Brasil. Na verdade, como pode-se depreender dos argumentos de tal autor, para tal compreensão é preciso centrar as atenções não apenas em aspectos estritamente macroeconômicos, mas na delimitação de quais são os agentes exportadores, qual a importância da oferta dos *tradables* no mercado interno no momento da retomada da demanda interna, e como fatores ligados à estrutura produtiva condicionam as estratégias desses agentes.²³

Antes de prosseguir, porém, deve-se destacar uma observação ainda quanto à obra de CARNEIRO (1991). Em linhas gerais, é preciso enfatizar que sua conclusão quanto à existência de um *trade-off* entre a sustentação do saldo comercial e a retomada do crescimento, não deve ser interpretada como um caso clássico de manifestação de um hiato de divisas tal qual os casos típicos de

²³ Quanto ao prosseguimento das contribuições que possam servir de apoio à apreensão desses aspectos estruturais, adiantamos que o leitor deve aguardar alguns apontamentos extraídos da obra de SARTI (1994).

estruturas industriais subdesenvolvidas. Ou seja, não se pode identificar o caso brasileiro de 1986/87 como um exemplo dos casos de restrição crônica da capacidade mínima para importar bens necessários à continuidade do crescimento econômico.

A razão para tanto, acreditamos nós, decorre do fato de que tal restrição cambial só pôde tomar-se realidade num cenário de estrangulamento externo seguido de estagnação do investimento em geral e, particularmente, nos setores exportadores. Em outras palavras, acreditamos que, embora tenha-se manifestado uma restrição de divisas em 1986, esta foi produto de uma específica combinação de fatores entre os quais destaca-se a estagnação do investimento em setores que ao mesmo tempo constituem-se como os principais exportadores, e têm papel fundamental no momento da recuperação interna ao produzirem bens de consumo intermediários e insumos básicos.

É por isso, portanto, que os fatores condicionantes dessa restrição não podem ser atribuídos simplesmente ao subdesenvolvimento das forças produtivas, mas sim à citada combinação dos fatores estruturais (ligados à inserção externa) com a citada estagnação do investimento. Como veremos nos próximos capítulos, é preciso estar atento a essa observação para que não surjam afirmações precipitadas que apontem para a permanência de uma restrição cambial ao crescimento na economia brasileira, independentemente de uma análise atualizada do conjunto dos determinantes vistos. Posta esta ressalva, vejamos a contribuição de SARTI (1994).

Se bem que CARNEIRO (1991) não tenha tido o propósito de enunciar argumentos que apontassem para uma possível persistência para além dos anos 80 do citado *trade-off*, a obra de SARTI (1994) expõe questões para se pensar a possibilidade da restrição cambial ao crescimento apresentar uma determinação mais duradoura porque associada às estratégias microeconômicas fortemente influenciadas pela relevância dos mercados de destino. Explicando melhor, o trabalho a ser descrito agora, oferece melhores fundamentos à questão da colagem do comportamento das exportações ao ciclo doméstico na medida em que analisa a importância dos mercados interno e externo enquanto fontes primordial e secundária de rentabilidade para os principais agentes exportadores. Ou seja, é através dessa análise que poderiam ser melhor entendidas as razões pelas quais a retomada da demanda interna implicaria reduções das quantidades exportadas.

Nesse sentido, primeiramente por meio de uma análise comparativa entre o crescimento dos volumes exportados e do produto físico, o autor demonstra que, com exceção dos

anos de crescimento econômico (1985 e 1986), teria havido um aumento da contribuição do mercado externo para o faturamento dos agentes exportadores. Ou seja, constata-se a existência de um “esforço” exportador nos períodos de estagnação e redução da demanda interna, períodos estes que corresponderam à maioria absoluta dos anos dessa década.

No entanto, o autor adverte que, apesar da crescente importância do mercado externo como destino da produção, tal importância teria sido sempre inferior àquela do mercado interno, tanto devido à maior rentabilidade por produto como porque as maiores parcelas da produção seriam destinadas ao mercado interno. Sendo assim, conclui o autor que a maior inserção externa não poderia ser atribuída à ampliação da rentabilidade externa, ou seja, ao surgimento de uma fonte atraente de lucratividade no setor externo.

Mais do que isso, o autor identifica uma tendência declinante da rentabilidade externa ao longo da década centrando sua análise no comportamento das variáveis taxa de câmbio real, custos e preços de produção. O argumento central que sustenta sua hipótese consiste na demonstração de que o movimento conjunto dos determinantes mencionados redundou em uma tendência de queda dessa rentabilidade. Assim sendo, para o período 1980/85, a queda da rentabilidade externa estaria associada basicamente à redução dos preços de exportação, exceção feita ao ano de 1983 onde a maxidesvalorização ocasionou um único momento de elevação de rentabilidade externa. Quanto ao período 1985/90, a defasagem cambial e a diminuição brutal dos incentivos e subsídios teriam mais do que compensado a inversão da tendência de queda dos preços externos. Considerando a década como um todo, vê-se, portanto, que os fatores preponderantes na segunda metade da década não apenas teriam mantido baixa esta rentabilidade mas teriam reforçado sua tendência de queda, desafiando o senso comum, uma vez que os volumes exportados haviam crescido expressivamente, com exceção do período 1985/86.

Ainda no intuito de reconstruir a tendência geral da rentabilidade externa, o autor enfatiza que também seria possível verificar sua trajetória descendente através da análise da evolução conjunta dos coeficientes de exportação físico (que mede a variação das quantidades exportadas em relação às alterações do produto físico) e monetário (que mede a variação dos valores exportados em relação as mudanças nos valores da produção). Quanto a essa análise, chamou nossa atenção o fato de que a partir de 1985 tenha sido constatada uma queda no coeficiente monetário juntamente com a continuidade da elevação do coeficiente físico, o que equivale a dizer que a realização do “esforço”

exportador não foi acompanhada por uma elevação, mas sim por uma redução da lucratividade nesses mercados externos, o que mais uma vez evidencia um aparente paradoxo.

Postas essas considerações, passa-se à demonstração de quais teriam sido, então, os fatores explicativos do constatado “esforço” exportador. Numa breve reconstituição dos principais argumentos, verifica-se que o autor tem como ponto de partida de sua pesquisa as proposições de TAVARES (1985). Segundo esta autora, dadas a desaceleração e queda da demanda interna, os custos daí advindos fariam com que a saída para o mercado externo representasse uma alternativa positiva para muitas empresas. Mais especificamente, a elevação dos custos fixos advinda da baixa utilização da capacidade instalada, mesmo em condições de elevação dos *mark-ups* no mercado interno, levaria as empresas a adotar uma política de expansão de suas vendas externas na tentativa de ampliar seu faturamento.

Dada a opção favorável de buscar posições no exterior por parte das empresas, SARTI (1994) afirma que o fator fundamental para a realização de tal objetivo teria sido, isto sim, a diferenciação de preços internos e externos. Assim, a elevada rentabilidade interna compensaria a mais baixa rentabilidade externa, possibilitando, portanto, o sucesso dessa busca por mercados externos, sobretudo nos períodos de retração interna.²⁴

Resta frisar, também no que diz respeito aos determinantes da maior rentabilidade interna, que o autor sublinha a importância da proteção como elemento explicativo. Seria, assim, o elevado e generalizado nível de proteção conferido à estrutura industrial, o fator fundamental que faria com que “... tais estratégias deixassem de ter caráter temporário e inconstante (sujeitas às variações conjunturais) para tornarem-se permanentes ou duradouras, porque associadas ou determinadas por fatores estruturais” (SARTI, 1994: 128).

Segundo nossa compreensão, o que se pretendeu com tal exposição foi ressaltar a crucialidade dos elementos estratégicos e estruturais que deram suporte ao “esforço” exportador. Em outras palavras, acreditamos que o objetivo tenha sido o de sublinhar a importância primordial da estagnação e instabilidade da demanda num mercado interno protegido como determinante

²⁴ Quanto à questão da mensuração desse diferencial de rentabilidade, é preciso enfatizar que o autor se utiliza de indicadores da relação preços industriais no atacado e custos de produção para avaliar o incremento da rentabilidade interna. No que diz respeito à redução da rentabilidade externa, dada a precariedade da base estatística, o autor nada acrescenta de novo à análise anterior, a não ser que os preços tenham tido elevação inferior aos custos de produção para o período 85/90 (8,5% ao ano contra 13,6% ao ano).

fundamental do “esforço” exportador. De outro lado, seria preciso ressaltar que tal iniciativa apenas teria sido possível através do diferencial de rentabilidade do mercado interno.

Vejamos, finalmente, uma última contribuição que trás para o centro da análise aspectos relativos à precariedade da nossa inserção externa e, por conseguinte, da problematização da retomada do crescimento econômico nos anos 80.

Com o objetivo de identificar os condicionantes da capacidade competitiva da indústria brasileira, GONÇALVES (1996), num enfoque neoschumpeteriano, busca provar que os limites dessa capacidade competitiva decorreriam da articulação inadequada entre os fatores da competitividade, quais sejam os fatores empresariais, estruturais e sistêmicos. Mais especificamente, mostra o autor que tal desarticulação decorreria basicamente da ausência de adequadas condições sistêmicas coordenadas por políticas industriais efetivas.

Na verdade, estas deficiências sistêmicas, que dizem respeito, basicamente, aos aspectos macroeconômicos, à infra-estrutura e aos recursos humanos, teriam sido agravadas não apenas em função do longo período de estagnação interna dos anos 80 e da redução do gasto público, mas das aceleradas mudanças na base técnica e nos fluxos de capitais ocorridas desde meados dos anos 70 nas economias mais desenvolvidas. Em termos sucintos, tais alterações técnicas e financeiras teriam se tomado críticas para nossa economia não apenas pela crise por nós experimentada à época, mas porque tais transformações haviam deslocado os determinantes competitivos rumo à elementos de caráter dinâmico, ou seja, em detrimento das antigas vantagens comparativas estáticas derivadas da maior disponibilidade de recursos naturais e mão-de-obra barata.

Feita essa observação, apontava GONÇALVES (1996) que talvez o principal viés do debate sobre a competitividade brasileira nos anos 80, teria sido a ênfase quase que exclusiva nos aspectos estruturais e empresariais em prejuízo dos vistos fatores sistêmicos. Em outros termos, não seria correto afirmar que havíamos alcançado níveis avançados de capacidade competitiva nos anos 80 a partir dos ganhos estruturais advindos de maior integração setorial com as inversões do II PND. Segundo tal autor, esta visão, presente por exemplo na análise de CASTRO e SOUZA (1985), estaria equivocada ao centrar-se exclusivamente nas dimensões estruturais e empresariais num momento em que a reduções de investimentos em infra-estrutura, em educação e qualificação da mão-de-obra,

representariam enorme debilitamento daquela dimensão sistêmica que, como vimos, passava a apresentar importância crescente a partir de meados dos anos 70.

1.6- Conclusões.

Recompostos vários dos principais argumentos presentes no debate sobre os hiatos ao crescimento econômico nos anos 80, é chegado o momento de resumir as conclusões fundamentais a que chegamos a partir da revisão realizada. Dentre essas conclusões, a que deve ser sublinhada em primeiro plano diz respeito ao papel do choque externo e da política de ajuste do Balanço de Pagamentos como causadores e propagadores de um grave desajuste macroeconômico que é específico por suas várias dimensões – cambial, fiscal-financeira e estrutural – e pelos efeitos gerados no comportamento dos agentes econômicos.

A propósito dos objetivos deste trabalho, consideramos que a mais fundamental das implicações advindas desses eventos teria sido a depreciação das decisões de investir, tanto no que tange os elementos pertinentes ligados ao “estado de confiança”, quanto aqueles relativos ao “cálculo convencional”. Em síntese, o choque externo e sua respectiva política de ajuste seriam as causas fundamentais do estancamento dos investimentos públicos e privados e, conseqüentemente, dos ritmos de crescimento econômico ao longo da década. Listado este ponto central, vejamos mais de perto os argumentos e conclusões associados às dimensões cambial, fiscal-financeira e estrutural do desajuste macroeconômico.

Vimos na segunda seção que embora estivessem corretos os apontamentos de CASTRO e SOUZA (1985) de que nos anos 80 teria havido um deslocamento positivo da restrição de divisas de nossa economia, a problemática da restrição ao crescimento não poderia incorporar a contribuição do setor externo apenas tendo como referência a atestada capacidade de honrar, via superávites comerciais, os compromissos financeiros internacionais. Como foi enfatizado, seria necessário ter em mente a existência de mecanismos de transmissão do choque externo e da política de ajuste do início da década às políticas monetária e cambial ao longo do período em questão, à crise fiscal-financeira do setor público, e, como descrito, ao comportamento do investimento público e privado.

Salientamos na segunda seção que, durante todo o período tratado, o choque externo de 1982 e a política de ajustamento foram transmitidos para o plano microeconômico a partir da instabilidade esperada da taxa de câmbio. De fato, a incapacidade de acumulação de reservas internacionais – ao tornar indeterminadas as taxas de câmbio futuras e elevar a incerteza – correspondeu a um dos fatores que teria desestimulado fortemente os determinantes do investimento ligados ao chamado “estado de confiança”.

Também no que toca a influência dos determinantes do investimento ligados ao “cálculo convencional”, o que se conclui a partir do debate exposto mais uma vez reforça uma contribuição adversa à trajetória dos investimentos ao longo da década. Dada a magnitude dos compromissos externos, tornava-se necessário em vários momentos restringir fortemente os níveis de absorção doméstica, o que teria gerado um comportamento ascendente da taxa de juros. Assim, a subordinação do ciclo doméstico à necessidade de ajuste externo, presente durante a maior parte da década, teria como resultado a geração e manutenção de um diferencial positivo entre o retorno das aplicações financeiras face à eficiência marginal do capital.

Ainda quanto à necessária identificação dos mecanismos de transmissão ligados ao desajuste externo, vimos na quarta seção que a crise fiscal-financeira do Estado brasileiro e seus impactos adversos sobre o investimento não poderiam ser considerados fatos dissociados da crise externa e da resposta da política econômica. Como evidenciou a recomposição desse debate particular, a dita crise de financiamento do setor público estaria fortemente determinada pelas específicas relações estabelecidas entre setor público e privado no ciclo endividamento externo/ estatização da dívida/ transferência de recursos ao exterior. Na verdade, a brutal transferência dos passivos externos com custos crescentes do setor privado para o setor público, aliada à enorme concessão de incentivos de várias origens ao setor privado e exportador, seriam causas fundamentais dos sucessivos déficits fiscais e, portanto, do incremento do estoque de uma dívida interna pública problemática por suas condições de financiamento e rolagem.

A potencialização das restrições ao crescimento pela via fiscal surgiria, então, não só porque a redução dos investimentos nas empresas estatais seria uma das medidas adotadas para o enfrentamento do desajuste fiscal, mas também porque os juros esperados permaneceriam elevados e instáveis durante grande parte da década, dados os prazos curtos de vencimento dos títulos públicos e

o crescente peso do componente financeiro do déficit fiscal. Mais especificamente, postas essas condições precárias de financiamento público – e posta a citada subordinação do ciclo doméstico ao cumprimento das obrigações externas – as taxas de juros reais esperadas passariam a apresentar, como no caso da taxa de câmbio, alto grau de indeterminação, sobretudo a partir da segunda metade da década. Colocada essa questão, completa-se a listagem dos elementos depreciadores das decisões de investimento.

Isto porque a exposição realizada até aqui mostrou que, ao lado da taxa de câmbio, a variável juros representa elemento central na elaboração das expectativas dos agentes, seja aquelas de longo prazo como as de curto prazo. De fato, foi enfatizado que a baixa previsibilidade dessas variáveis, em contexto de elevação desmesurada dos níveis de proteção aos produtores domésticos, permite a mudança do processo de formação de preços e induz a elevação contínua dos *mark-ups* desejados. Dito isto, deve-se sublinhar duas decorrências importantes. Em primeiro lugar, no que tange às decisões de curto prazo, seria correto que o processo inflacionário da década de 80 estaria ligado fortemente ao ajuste externo e ao fechamento da economia. Em segundo lugar, no que toca as decisões de longo prazo, seria verdadeiro que a alta inflação constituiria um último elemento adverso à realização dos investimento não apenas porque depreciaria a capacidade de previsão da demanda e elevaria sobremaneira a incerteza sistêmica, mas também porque daria origem às tentativas frustradas de combate inflacionário pela via ortodoxa da restrição monetária.

Explicitados os mecanismos de transmissão da crise externa ao estabelecimento do hiato de investimentos, resta frisar nessa conclusão que, de acordo com as posições assinaladas na quinta seção, não poderíamos nos deter apenas ao investimento agregado para avaliarmos adequadamente a existência de restrições ao crescimento. Na verdade, é crucial apontar que elementos ligados à específica inserção comercial da economia brasileira tiveram importância destacada para se entender os limites ao crescimento na década de 80. Entre esses elementos, como visto, deve-se destacar basicamente aqueles que teriam trazido a subordinação do comportamento das exportações ao ciclo doméstico, vale dizer, a estagnação do investimento nos setores exportadores e a elevada rentabilidade interna permitida, entre outros, pelo estabelecimento de níveis elevados de proteção aos produtores domésticos.

Aliás, como vimos nessa seção, seria exatamente a primazia do mercado interno como *locus* de acumulação para os agentes exportadores que teria trazido rapidamente o esgotamento

da capacidade produtiva desses agentes e, com ela, o estabelecimento de um *trade-off* entre crescimento interno acentuado e manutenção dos níveis de exportação ao final do Plano Cruzado. Não obstante esses elementos não estarem contemplados nos modelos de hiatos, nossa posição é a que defende a incorporação da análise do investimento no setor exportador e da estimativa da evolução das rentabilidades externa e interna como partes fundamentais da agenda de pesquisa sobre o tema dos limites ao crescimento econômico. Quanto ao tratamento da contribuição da inserção comercial ao crescimento, a perspectiva de análise da competitividade centrada no método da articulação dos seus fatores empresariais, estruturais e sistêmicos pode se constituir, sem dúvida alguma, num terceiro item candidato a tal agenda.

Realizada a avaliação dos debates sobre o choque externo, a política de ajuste do Balanço de Pagamentos e as restrições ao crescimento nos anos 80, vejamos no segundo capítulo um novo momento do debate entre autores heterodoxos sobre as restrições ao crescimento na economia brasileira. Mais especificamente, vejamos como se redefine o debate a partir da retomada dos fluxos internacionais de capital para o Brasil nos anos 90.

Tabela 1.1

| COMÉRCIO EXTERIOR DO BRASIL (em milhões de US\$) | | | | | | | | | |
|---|-------------|---------------|--------------|-------------|---------------|--------------|---------|---------------|--------------|
| ano | Exportações | | | Importações | | | Saldo | | |
| | valores | var. anual(%) | part.(%) PIB | valores | var. anual(%) | part.(%) PIB | valores | var. anual(%) | part.(%) PIB |
| 1980 | 20132 | | 9,45 | 22955 | | 10,78 | -2823 | | 1,33 |
| 1981 | 23293 | 15,70 | 10,35 | 22091 | -3,76 | 9,82 | 1202 | 142,58 | 0,53 |
| 1982 | 20175 | -13,39 | 8,34 | 19395 | -12,20 | 8,01 | 780 | -35,11 | 0,32 |
| 1983 | 21899 | 8,55 | 8,94 | 15429 | -20,45 | 6,30 | 6470 | 729,49 | 2,64 |
| 1984 | 27005 | 23,32 | 9,96 | 13916 | -9,81 | 5,14 | 13089 | 102,30 | 4,83 |
| 1985 | 25639 | -5,06 | 8,43 | 13153 | -5,48 | 4,33 | 12486 | -4,61 | 4,11 |
| 1986 | 22349 | -12,83 | 6,63 | 14044 | 6,77 | 4,17 | 8305 | -33,49 | 2,46 |
| 1987 | 26224 | 17,34 | 7,24 | 15052 | 7,18 | 4,16 | 11172 | 34,52 | 3,09 |
| 1988 | 33789 | 28,85 | 8,92 | 14605 | -2,97 | 3,85 | 19184 | 71,72 | 5,06 |
| 1989 | 34383 | 1,76 | 8,33 | 18263 | 25,05 | 4,42 | 16120 | -15,97 | 3,90 |
| 1990 | 31414 | -8,64 | 7,53 | 20661 | 13,13 | 4,95 | 10753 | -33,29 | 2,58 |
| 1991 | 31620 | 0,66 | 7,24 | 21041 | 1,84 | 4,81 | 10579 | -1,62 | 2,42 |
| 1992 | 35793 | 13,20 | 7,03 | 20554 | -2,31 | 4,57 | 15239 | 44,05 | 3,39 |
| 1993 | 38563 | 7,74 | 7,95 | 25256 | 22,88 | 5,21 | 13307 | -12,68 | 2,74 |
| 1994 | 43545 | 12,92 | 8,20 | 33105 | 31,08 | 6,23 | 10440 | -21,55 | 1,97 |
| 1995 | 46506 | 6,80 | | 49663 | 50,02 | | -3157 | -130,24 | |

Fonte: Relatório anual do Banco Central 1993 e 1994; Boletim do Banco Central fev. 96

OBS: cálculo da participação no PIB obtido pela da divisão entre os valores a preços correntes das exportações e importações e os valores correntes do PIB

Tabela 1.2

| Poupança do Governo em Conta Corrente (1980/85) | (% do PIB) | | | | | |
|--|------------|------|------|------|------|------|
| | 1980 | 1981 | 1982 | 1983 | 1984 | 1985 |
| Carga Tributação Bruta | 24,7 | 24,5 | 25 | 24,7 | 21,4 | 22 |
| Impostos Diretos | 11,2 | 11,7 | 12,6 | 12,1 | 11,2 | 11,7 |
| Impostos Indiretos | 13,5 | 12,9 | 12,5 | 12,6 | 10,2 | 10,3 |
| Transferências | 12,6 | 12,2 | 13,2 | 13,9 | 12,9 | 12,4 |
| Juros Div. Int. (1) | 0,8 | 1,1 | 1,2 | 1,5 | 2 | 2,3 |
| Juros Div. Ext. (1) | 0,4 | 0,3 | 1,1 | 1,6 | 1,7 | 1,5 |
| Assist. e Prev. | 7,8 | 8,2 | 8,5 | 8,3 | 7,6 | 7,1 |
| Subsídios | 3,7 | 2,7 | 2,5 | 2,6 | 1,6 | 1,5 |
| Carga Tributária Líquida (2) | 12,1 | 12,3 | 11,8 | 10,8 | 8,5 | 9,7 |
| Consumo do Governo | 9,2 | 9,3 | 9,9 | 9,5 | 8,1 | 9,7 |
| Pessoal | 6,3 | 6,4 | 7 | 6,5 | 5,5 | 6,8 |
| Bens e Serviços | 2,9 | 2,8 | 2,9 | 3 | 2,6 | 2,9 |
| Poupança | 2,9 | 3,1 | 1,9 | 1,3 | 0,3 | 0 |

(1) Até 1982, os juros da dívida interna correspondem ao conceito utilizado pela FIBGE, descontada a correção monetária das OTN e desconto das OTN. A partir de 1983, tanto os juros da dívida interna como os da externa foram estimados com base no saldo médio da dívida do setor público.

(2) Exclui outras receitas correntes líquidas.

Fonte: CRUZ (1993: 27).

Tabela 1.3

| Ano | Déficit do Setor Público (1980/90) | | | | | Superávit Primário |
|------|---------------------------------------|-------------------|-------------------|-----------------|------|-----------------------|
| | DOSP | Juros Externos | Juros Internos | Juros Totais | | |
| 1980 | 6,8 | 1,4 | 2,2 | 3,6 | -3,2 | |
| 1981 | 6,3 | 1,9 | 2,1 | 4 | -2,3 | |
| 1982 | 7,3 | 2,5 | 2,9 | 5,4 | -1,9 | |
| 1983 | 4,4 | 3,1 | 2,9 | 6 | 1,6 | |
| 1984 | 2,7 | 3,5 | 3,3 | 6,8 | 4,1 | |
| 1985 | 4,4 | 3 | 4 | 7 | 2,6 | |
| 1986 | 3,6 | 2,6 | 2,6 | 5,2 | 1,6 | |
| 1987 | 5,7 | 2,4 | 2,3 | 4,7 | -1 | |
| 1988 | 4,8 | 2,4 | 3,3 | 5,7 | 0,9 | |
| 1989 | 6,9 | 1,7 | 4,2 | 5,9 | -1 | |
| 1990 | -1,2 | 1,4 | 1,9 | 3,3 | 4,5 | |

Obs.: Os juros totais foram calculados por residuo (DOSP - déficit primário), e os juros externos do setor público pela aplicação do custo médio do endividamento externo líquido à dívida líquida externa do setor público.

Fonte: SOUZA (1991:120).

Tabela 1.4

| Operações Externas do Governo Central e seus Impactos sobre a Moeda e a Dívida Pública (1980/87) | | |
|--|------------|--------|
| Ano | (US\$ mi) | |
| | (dB + dDP) | (ISE) |
| 1980 | 5.717 | -2.896 |
| 1981 | 14.017 | 66 |
| 1982 | 9.144 | -1.846 |
| 1983 | -1.189 | -4.383 |
| 1984 | 10.396 | 5.691 |
| 1985 | 10.223 | 6.358 |
| 1986 | 2.993 | -2.272 |
| 1987 | 10.824 | 2.469 |

(dB + dDP)- Expansão da base monet. e da dívida pública.
(ISE)- Impacto do setor externo.

Fonte: SOUZA (1991: 144).

Tabela 1.5

| Nível de utilização da capacidade instalada na indústria de transformação (1980/89) | | | | | | | | | | |
|--|--------|----|----|----|----|----|----|----|----|----|
| ano | (em %) | | | | | | | | | |
| | 80 | 81 | 82 | 83 | 84 | 85 | 86 | 87 | 88 | 89 |
| Garal | 84 | 78 | 76 | 73 | 74 | 78 | 83 | 81 | 80 | 81 |
| Setores | | | | | | | | | | |
| Bens de consumo | 84 | 74 | 74 | 74 | 72 | 77 | 81 | 77 | 76 | 78 |
| Bens de capital | 82 | 74 | 65 | 56 | 61 | 67 | 76 | 76 | 75 | 76 |
| Material de construção | 88 | 82 | 80 | 71 | 68 | 72 | 77 | 78 | 76 | 74 |
| Outr. prod. intermediários | 88 | 80 | 80 | 79 | 81 | 83 | 86 | 87 | 86 | 86 |

Fonte: FGV- Sondagem Conjuntural.

Tabela 1.6

| Taxas médias de variação da Formação Bruta de Capital Fixo (1981/90) | | | | |
|--|-------|-------|-------|-------|
| Taxa média de crescimento da FBCF a preços constantes de 1980 | | | | |
| | 81/83 | 84/86 | 87/89 | 1990 |
| FBCF | -11,8 | 10,6 | -1,6 | -8,0 |
| Construção | -7,5 | 8,2 | 0,4 | -8,4 |
| Máqs. eqüips. nacionais | -19,1 | 16,8 | -7,1 | -15,2 |
| Máqs. eqüips. importados | -22,7 | 13,1 | 6,1 | 22,4 |
| Outros | -17,8 | 13,0 | -9,6 | 12,3 |
| Taxa média anual de crescimento da relação entre o deflator da FBCF e do PIB | | | | |
| | 81/83 | 84/86 | 87/89 | 1990 |
| FBCF | 2,4 | -1,7 | 13,5 | -9,1 |
| Construção | 0,8 | 2,5 | 11,5 | -14,5 |
| Máqs. eqüips. nacionais | 6,2 | -10,9 | 21,7 | 13,7 |
| Máqs. eqüips. importados | 7,7 | -11,3 | -4,3 | -21,3 |
| Outros | 2,3 | -1,6 | 13,5 | -9,4 |

Fonte: IBGE, Contas Nacionais. (SARTI, 1994: 23).

Gráfico 1.1- Comércio Exterior do Brasil 1980/94 (em milhares de US\$)

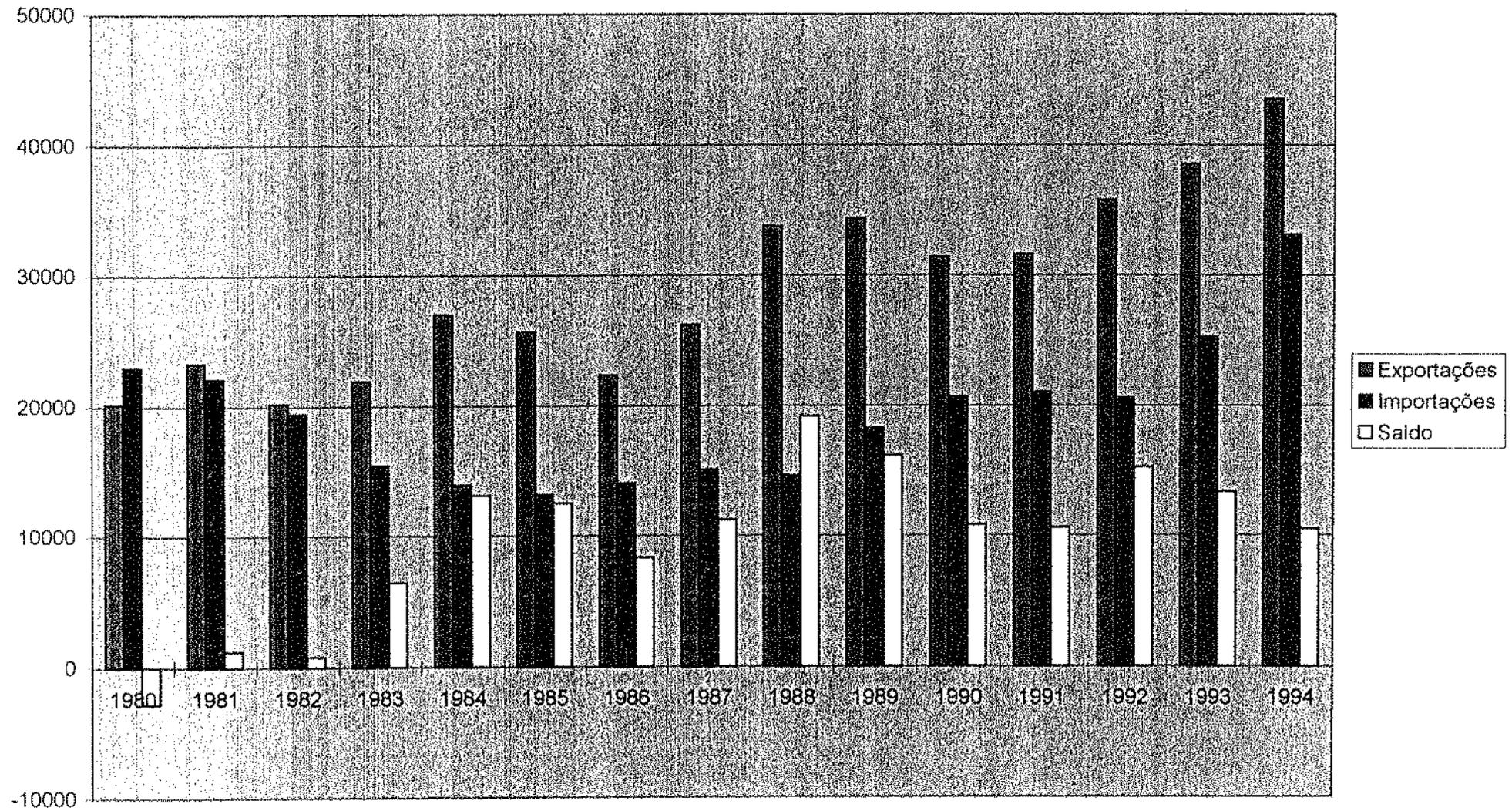


Gráfico 1.2 - EXPORTAÇÕES: ÍNDICES DE PREÇOS, QUANTIDADES E VALORES 1980/92
(1977=100)

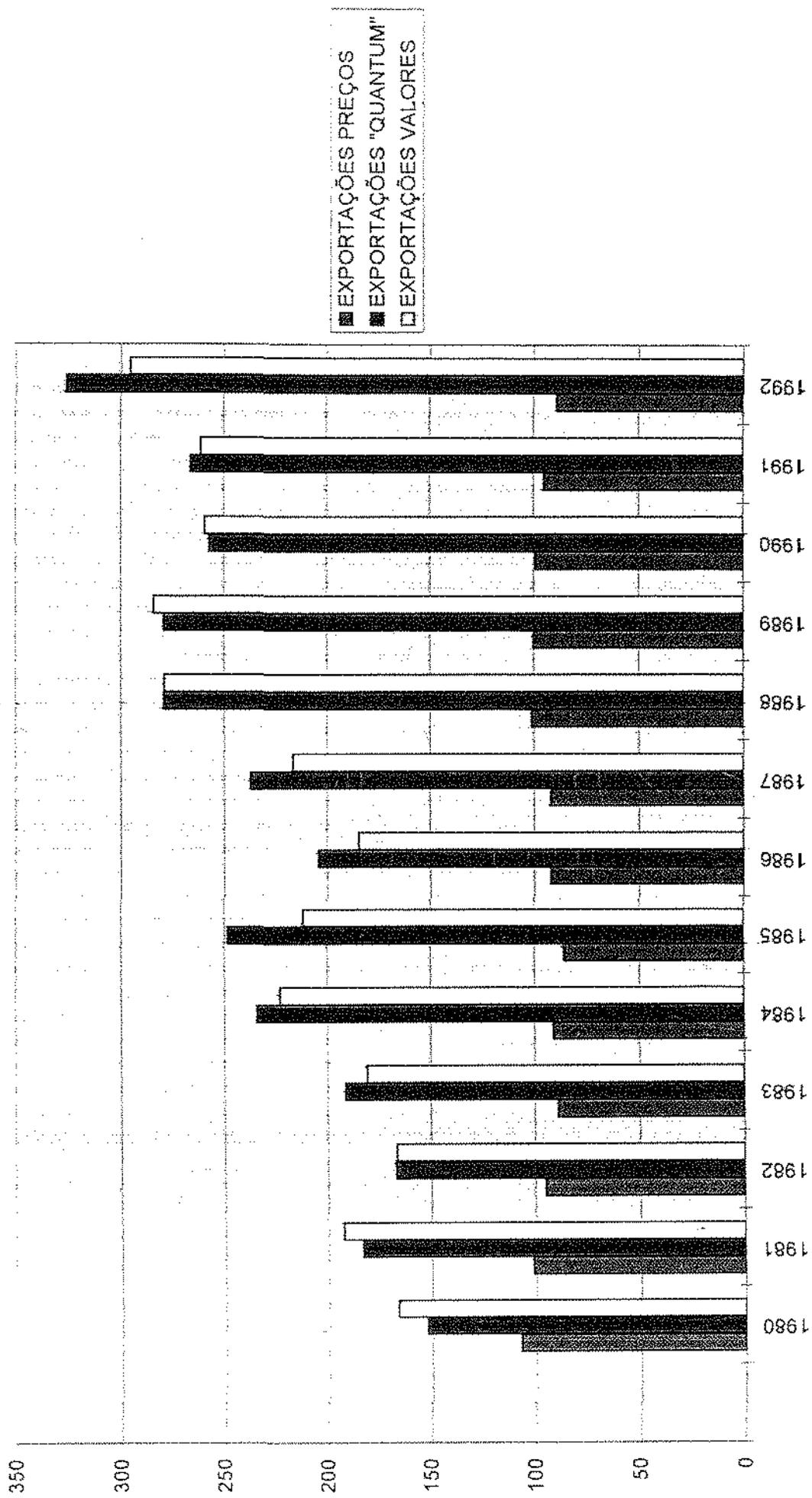
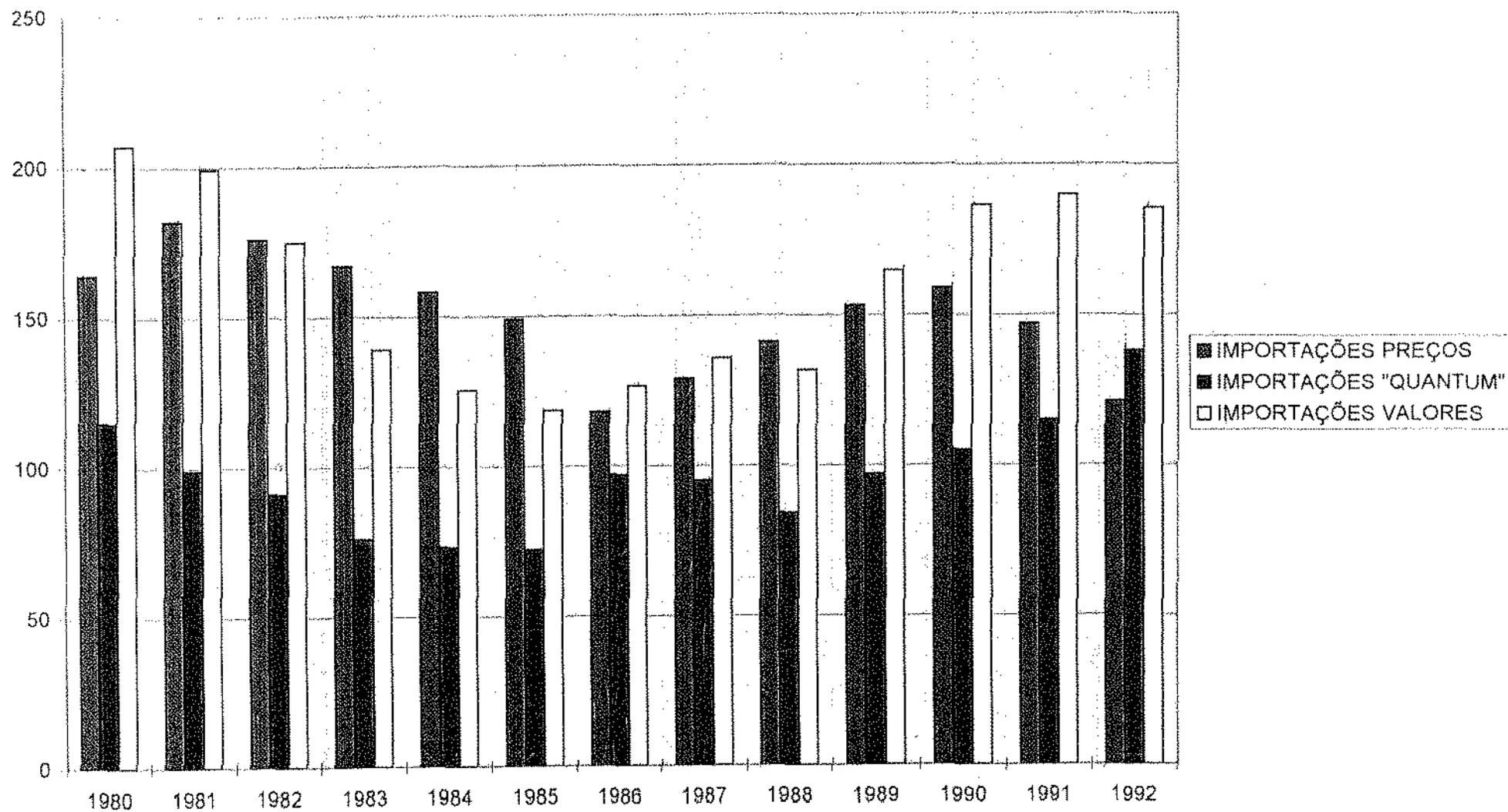


Gráfico 1.3- IMPORTAÇÕES: índices de preços, quantidades e valores, 1980/92 (1977=100)



Capítulo 2- O debate acerca do ingresso dos capitais externos e a “mutação” das restrições ao crescimento com origem na política econômica.

2.1- Introdução.

Realizada a revisão das polêmicas acerca dos constrangimentos ao crescimento presentes na década de 80, nosso objetivo principal passa a ser a investigação do debate sobre como são transformadas, nos anos 90, as restrições ao crescimento com origem na política econômica. Para realizar este intento, manteremos nesse capítulo o mesmo critério do capítulo anterior, ou seja, avaliaremos as conclusões dos autores acerca da redefinição dos graus de liberdade da política econômica para promoção do crescimento a partir tanto do ressurgimento da economia brasileira como absorvedora de fluxos de capitais internacionais (tabela 2.1), como do posterior plano de estabilização. Em poucas palavras, buscaremos nesse capítulo avaliar as respostas esboçadas pelo debate dos anos 90 para as seguintes questões: 1- em que medida a possibilidade de reorientação da política econômica nos anos 90 foi eficaz para retirar os obstáculos ao crescimento gerados nessa instância e herdados da década anterior? 2- é correto que o novo ciclo de endividamento externo traz novos fatores de restrição ao crescimento vigoroso e sustentado?

Antes de iniciar a revisão do debate sobre as restrições ao crescimento nos anos 90, exporemos na seção 2.2 duas visões distintas sobre a participação brasileira na chamada globalização financeira (MARGARIDO, 1997: 17-39). A realização desse intento é fundamental posto que as posições dos autores que serão confrontados nas seções 2.3 e 2.4 estão fortemente balizadas por tais percepções acerca das possibilidades e riscos que emergem com a retomada e mudança de natureza dos fluxos de capitais internacionais para o Brasil nos anos 90.

Finalizada essa exposição, iniciaremos na terceira seção o tratamento propriamente dito de uma visão particular sobre as perspectivas de dinamização do crescimento econômico e combate à vulnerabilidade externa da economia brasileira. Mais especificamente, relataremos os argumentos principais da visão que vê na combinação da estabilização com os novos fenômenos da globalização, abertura e privatizações, a possibilidade de constituição de um novo modelo de crescimento com superação da fragilidade externa de nossa economia. Ou seja, resgatando os termos

do debate dos hiatos, realizaremos uma síntese dos argumentos que apontam para a superação dos entraves fiscais, de divisas e de investimentos ao crescimento sustentado.

O objetivo da quarta seção é, então, realizar uma avaliação de tais argumentos por meio de uma contraposição com autores pertencentes a uma visão alternativa à esta. Veremos que, segundo este grupo de autores, embora seja correto deduzir que a afluência de capitais externos tenha gerado as condições para a superação da alta inflação e para a retomada discreta do crescimento econômico num primeiro momento, não se deve concluir daí que tenham sido superados os constrangimentos ao crescimento com gênese na política econômica. Os novos eventos teriam permitido a mudança de rota da política econômica para fins da estabilização, mas não teriam conferido à esta a autonomia necessária que permitisse sua reorientação para a conquista de uma trajetória de crescimento significativo e sustentado.

Mais do que isto, serão vistos os argumentos que buscam demonstrar a existência de novos entraves à sustentação do crescimento provocados, de um lado, pela forma específica da inserção brasileira nesse novo ciclo de endividamento externo e, de outro, pelo próprio plano de estabilização. Dentre esses novos entraves, destacaremos, em primeiro lugar, a interação entre as variáveis juros e câmbio, frisando que os mecanismos de transmissão envolvidos não permitiriam, na ausência de profundas reformas, a superação das restrições ao crescimento vigoroso e sustentado originadas nesse âmbito. Vale dizer, será explicitada a tese de que o contorno geral da política de combate à inflação teria trazido elementos que podem comprometer aquilo que seria a superação do hiato de investimentos, mesmo em condições de grande disponibilidade de financiamento externo.

Ainda nessa seção, examinaremos, em segundo lugar, algumas implicações extraídas da evolução do déficit em transações correntes dada a particular forma como foram conduzidas a política cambial e a abertura comercial brasileira. Nesse sentido, buscaremos apontar que, segundo esses analistas, dados os contornos gerais dessas políticas, teria havido no período 1994/96 um incremento significativo da vulnerabilidade externa da economia brasileira, fato que pode, de um lado, ameaçar a continuidade desse novo ciclo de endividamento externo (trazendo sérias ameaças à estabilização) e, de outro, ressuscitar o “fantasma” do hiato de divisas. Por fim, serão resumidas as principais conclusões na quinta seção.

2.2- O Brasil e os novos fluxos de capital.

Firmados nossos objetivos e exposta a estrutura do capítulo, passemos à apresentação sumária das diferentes interpretações sobre a participação brasileira nos novos fluxos de capitais internacionais. Vejamos, em primeiro lugar, a posição predominante sustentada basicamente por organismos internacionais (FMI, 1994; CLAESSENS, 1995) e assumida pelas autoridades econômicas de vários países da América Latina comprometidos com uma nova categoria de planos de estabilização.

Segundo essa visão, dados os desenvolvimentos ocorridos nos mercados financeiros internacionais a partir dos anos 80, os programas internos adotados por vários países em acordo com as recomendações liberalizantes tinham importância destacada na explicação dos acréscimos dos fluxos de capitais internacionais (tabela 2.1) para essas economias. Explicando melhor, a efetivação de reformas liberalizantes, a adoção de políticas fiscais e monetárias austeras e a renegociação das dívidas externas nos moldes do Plano Brady são tidas como fundamentais na criação de condições macroeconômicas e institucionais favoráveis à realização de investimentos de longo prazo e ao financiamento dessas economias.

No que tange aos benefícios potenciais dos desenvolvimentos verificados nos mercados financeiros internacionais, são destacados dois aspectos principais. Em primeiro lugar, teriam sido criadas maiores possibilidades para a integração das economias de países em desenvolvimento aos fluxos internacionais de capitais. Isto porque a liberalização realizada nas economias centrais teria elevado a competição no mercado financeiro internacional e, ao mesmo tempo, teria promovido maior mobilidade de capitais.

Em segundo lugar, teria sido criada uma tendência de longo prazo em direção à globalização dos investimentos e à diversificação dos portfólios, originando condições favoráveis à integração dos países em desenvolvimento aos fluxos de capitais. Nesse sentido, a menor dotação de capital da periferia levaria à maior remuneração desse fator de produção relativamente aos países centrais, ativando o mecanismo de alocação internacional de poupanças, este agora liberado de entraves através das políticas liberalizantes já realizadas no centro.

Dados esses benefícios potenciais, explica-se o retorno dos capitais internacionais aos países menos desenvolvidos basicamente pela ação de suas políticas locais. Na verdade, tais políticas seriam responsáveis pelas mudanças de avaliação dos agentes de países centrais em relação à realização de investimentos de longo prazo na periferia. A austeridade das políticas monetárias e fiscais, ao lado das reformas liberalizantes e das renegociações das dívidas externas, teriam sido determinantes para a redução dos riscos e da incerteza associados aos investimentos de longo prazo elevando sua rentabilidade. Com isso, passaria a ser possível a tais economias o aproveitamento das mudanças estruturais nos mercados financeiros internacionais que teriam ampliado e melhorado a alocação global de poupanças.

Quanto à presença de elementos especulativos, a estes estaria sendo atribuída pequena importância na explicação da retomada dos fluxos de capitais. Na verdade, para um primeiro grupo de países, aqueles que teriam adotado as reformas citadas, assume-se *a priori* a retomada automática dos capitais externos. De outro lado, para os países marcados por quadros de forte instabilidade macroeconômica e atraso na realização das reformas, assume-se a presença importante de fluxos especulativos. A conclusão fundamental a que se chega, portanto, é que a condução correta da política econômica e das reformas diminuiria o componente especulativo presente e ativaria o crescimento de fluxos de capitais de longo prazo. *“O risco de fuga de capitais, portanto, estaria relacionado especialmente a uma condução equivocada das políticas fiscal, monetária e cambial, assim como das reformas estruturais, e não a choques externos ou a movimentos especulativos em curso nos mercados financeiros internacionais”* (MARGARIDO, 1997: 17).

Exposta a visão predominante sobre os benefícios potenciais e os determinantes da inserção nacional ao movimento de globalização financeira, vejamos agora os fundamentos de uma visão alternativa a esta.

De acordo com os autores pertencentes à esta visão (BAER, 1995; COUTINHO e BELLUZZO, 1996; DEVLIN *et alii*, 1994; e, GONÇALVES, 1996) seria necessário ter como referência uma avaliação mais completa dos determinantes e riscos associados ao novo contexto financeiro internacional. De um lado, não haveria dúvida de que as reformas liberalizantes seriam fatores que influenciariam as condições de acesso de um país aos fluxos de capitais externos ao criar um quadro macroeconômico mais estável. Isto fica explícito, por exemplo, no caso das operações externas de empréstimos, onde empresas e instituições financeiras de países em fases mais avançadas

em termos de reformas e estabilização conseguiram melhores condições na captação dos recursos internacionais, seja em termos de prazos, seja quanto aos *spreads*. De outro lado, dessa constatação não decorre que se deva atribuir exclusiva e principalmente às reformas e às políticas econômicas internas a explicação do retorno dos capitais.

Na verdade, se levarmos em conta apenas os elementos internos, surgem dificuldades para se explicar vários casos latino-americanos dos últimos anos. Para se dar apenas dois exemplos, não podemos esquecer que nos casos chileno e mexicano, embora as reformas liberalizantes tenham ocorrido em meados dos 80, os fluxos de capitais só teriam retornado com vigor nos anos 90. Por outro lado, poder-se-ia registrar que no caso brasileiro os fluxos de capitais teriam apresentado forte elevação já em 1991 (tabela 2.1), antes das reformas e em condições de elevada instabilidade política e econômica. Seria necessário, portanto, reavaliar a importância dos elementos externos.

De início, é preciso sublinhar a relevância da construção de um quadro macroeconômico nos países centrais extremamente favorável à integração das economias da América Latina aos fluxos de capitais. Nesse sentido, foram absolutamente relevantes tanto a inversão das taxas de crescimento quanto o baixo patamar das taxas de juros nos países centrais durante a primeira metade dos 90.

“Como a redução das taxas de crescimento (no centro) resultou em larga medida do arrefecimento do processo de reestruturação produtiva, tecnológica e organizacional das empresas, assim como do processo de fusões e aquisições a ele associado, houve uma redução das emissões de títulos e ações nos primeiros anos da década de 90. Estreitaram-se assim os espaços para que os agentes que operavam nos mercados financeiros internacionais aplicassem seus capitais nesses países” (MARGARIDO, 1997: 26). Quanto à importância das reduzidas taxas de juros, a implicação mais destacada seria o impacto positivo sobre a rentabilidade privada nas economias menos desenvolvidas, fato que levaria instituições financeiras e empresas internacionais a buscarem maior envolvimento com esses países.

Do anotado acima decorre, então, que o papel dos fatores internos deveria ser repensado a partir da identificação da crucialidade dos determinantes externos – ou seja, da manifestação de um contexto macroeconômico favorável. Explicando melhor, a ação dos elementos internos deve ser vista apenas como elemento auxiliar para o cumprimento de certos requisitos básicos ao equacionamento dos riscos dos agentes que operam com moedas estrangeiras.

Nesse sentido, um primeiro requisito a ser satisfeito diz respeito à criação de um arcabouço de regulação sobre os fluxos de capitais e as transações cambiais que permitisse aos agentes operar com a mobilidade e flexibilidade necessárias para dar conta dos riscos ligados às economias menos desenvolvidas. Assim sendo, tornam-se aspectos importantes, no que toca à redução do risco microeconômico, a adoção de instrumentos securitizados, a existência de mercados secundários, mercados futuros e opções, assim como a eliminação de restrições à movimentação dos capitais externos.

Um segundo requisito que poderia ser atendido pela política interna consiste na criação e/ou ampliação de opções de ativos para investimento externos, sobretudo em ações e títulos públicos que dariam aos seus proprietários a possibilidade de negociá-los nos mercados secundários em prazos curtos. Aqui obviamente cabe ressaltar o papel de atração exercido pelos vários programas de privatização realizados e anunciados. Finalmente, um terceiro requisito ligado à minimização do risco do credor externo seria a implementação de políticas cambiais que conferissem uma mínima previsibilidade para os rendimentos esperados expressos em divisas internacionais. Em outros termos, trata-se do papel relevante conferido à adoção de regimes cambiais caracterizados por uma ancoragem minimamente rígida às moedas preferenciais.

Reavaliados os papéis atribuídos aos elementos externos e internos, surge então a necessidade de se rever os riscos a que estariam submetidas as economias receptoras desses fluxos. Nesse aspecto, seria necessário considerar dois fatores básicos. O primeiro diz respeito à alteração na natureza dos vínculos financeiros estabelecidos entre as economias. Vale dizer, em razão do aumento da mobilidade e flexibilidade nas transações, os fluxos externos de capitais passariam a se caracterizar pelo baixo comprometimento com as economias que os absorvem, já que os agentes moveriam continuamente seus recursos entre vários mercados em resposta a alterações objetivas e/ou subjetivas nas variáveis que determinam a rentabilidade e os riscos envolvidos. Sendo assim, sobretudo em condições de grande incerteza, os principais protagonistas nesses mercados (os grandes bancos, os fundos mútuos e as grandes empresas) seriam induzidos a formular estratégias com base em uma avaliação convencional sobre a evolução futura dos preços. Uma vez que tais participantes agem como formadores de convenções dado seu maior poder de mercado, a pronta adesão dos menores aplicadores faria com que tendências de mercado fossem potencializadas, o que induziria a formação de bolhas especulativas e alta volatilidade de preços.

O segundo refere-se ao risco de mudança no quadro macroeconômico particular dos países desenvolvidos. O fator crítico seria que “(...) nesses mercados dominados pela lógica dos estoques, a especulação não é estabilizadora nem autocorretiva, (...) porquanto a coexistência entre incerteza, assimetria (de poder e de informação) e mimetismo freqüentemente dá origem a processos autoreferenciais, instáveis e desgarrados dos fundamentos” (COUTINHO e BELLUZZO, 1996: 131-132). Isto tudo significa que rupturas inesperadas fazem parte da lógica de acumulação nesses mercados, como prova a ocorrência, num breve intervalo de tempo, de acentuadas crises.²⁵

Face à subordinação do ingresso de capitais aos movimentos cíclicos dos países centrais, os críticos sugerem prudência na elevação da dependência por capitais externos uma vez que, alteradas aquelas condições – vale dizer, elevadas as taxas de juros nos países centrais –, reduz-se inevitavelmente a demanda pelos ativos de qualidade duvidosa, ou seja, as moedas dos países com crítico passado cambial recente, por exemplo. Em suma, postas essas questões conclui-se que não se deve menosprezar a possibilidade de uma fuga de capitais iniciada por movimentos externos às economias receptoras dos fluxos de capitais e sobre os quais a política econômica local teria impacto desprezível.

Expostas de forma sumária as interpretações predominante e alternativa sobre a participação dos países periféricos nos fluxos de capitais internacionais, passemos agora ao objeto central do capítulo. Vejamos o debate sobre as restrições ao crescimento nos anos 90 na economia brasileira enfocando, de início, os autores que vislumbram o surgimento de um novo ciclo de crescimento.

²⁵ COUTINHO e BELLUZZO (1996: 132) destacam o *crash* das bolsas de valores em 1987 e dos mercados imobiliários em 1989, o colapso da bolsa de Tóquio em 1990, os ataques especulativos às moedas fracas do SME em 1992 e 1993, a crise no mercado americano de bônus em 1994 e, por último, a crise mexicana em dezembro daquele ano. Obviamente, também deve ser mencionada a crise dos países do sudeste asiático a partir de 1997.

2.3- Os autores que assinalam perspectivas favoráveis para a retomada sustentada do crescimento e redução da vulnerabilidade externa.

Vejamos primeiramente os argumentos sobre as perspectivas de instauração de uma nova fase de crescimento na economia brasileira. Façamos isso tendo como referência textos que permitem uma leitura específica da política econômica vigente até então (FRANCO, 1996 e 1997; MENDONÇA DE BARROS e GOLDENSTEIN, 1997; e, ABREU *et alii*, 1994).

De acordo com os argumentos desses autores, poucos analistas até 1997 teriam se dado conta da profundidade das transformações em curso, fato que explicaria o relativo ceticismo quanto às possibilidades da construção de uma nova fase de crescimento econômico. Em suas palavras, ao contrário do que pregariam os mais descrentes, *“esta(ríamos) passando simultaneamente por quatro diferentes processos – globalização, abertura da economia, estabilização e privatização – que, interagindo entre si, (estariam provocando) uma verdadeira revolução, tal o impacto que est(ariam) tendo no funcionamento da economia brasileira”* (MENDONÇA DE BARROS e GOLDENSTEIN, 1997: 11). Essa revolução representaria, sem dúvida alguma, um evento altamente positivo posto que sua deflagração significaria a superação do modelo de crescimento baseado na substituição de importações e, ao mesmo tempo, traria o lançamento das bases de um modelo de crescimento mais avançado e mais consistente com as novas tendências globais.

FRANCO (1996), no entanto, não se limita a afirmar que aqueles quatro processos estariam trazendo um modelo de crescimento mais adequado comparativamente ao antigo modelo de substituição de importações. Este autor vai além e atribui ao anacronismo inerente às políticas remanescentes deste ideário, a própria causa da estagnação econômica dos anos 80. Segundo suas próprias palavras, *“(a) perda de posição do Brasil no contexto do investimento direto internacional tem que ver com a instabilidade macroeconômica interna²⁶ e também a continuidade de políticas industrial e comercial inconsistentes com as tendências internacionais. Sem dúvida, o atraso para pegar o bonde da globalização se deve ao viés pró-mercado interno (pró-substituição de importações) das políticas locais cuja ênfase esteve sempre associada à noção de autossuficiência e a constituição de superávits comerciais.”* (FRANCO, 1996: 10, grifo nosso).

²⁶ O autor não esclarece aqui a origem dessa instabilidade macroeconômica.

Vejamos mais detidamente de que forma os quatro grandes eventos assinalados (globalização, abertura, estabilização e privatização) se articulariam de modo a promover um ciclo virtuoso de crescimento. Ou, utilizando a terminologia do capítulo anterior, relatemos de que forma para esses autores aqueles quatro fenômenos poderiam evitar a imposição dos hiatos de divisas, de investimentos e fiscal.

Em primeiro lugar, deve-se atentar para a interação entre a globalização²⁷, abertura e estabilização. Nesse aspecto, a abertura comercial e financeira seria uma imposição da globalização, ou seja, *“(d)eve ser evidente que, em tempos de globalização, o investimento direto não pode ser estrangulado a níveis elevados de integração vertical, vale dizer, a níveis baixos de importação, como foi a norma dos anos 50 e 60 no Brasil. Na verdade, a imposição de restrições desse tipo ou semelhantes (como compromissos de saldo comercial positivo, por exemplo) apenas servem para constrianger ou afastar novos participantes do processo de internacionalização da produção”* (FRANCO, 1996: 10).

Quanto à necessidade da abertura sob esse novo quadro de internacionalização do capital, é destacada, em segundo lugar, sua importância como condição *sine qua non* de um eficaz combate ao processo inflacionário. Ou seja, o impacto benéfico da abertura estaria relacionado às alterações que esta geraria nas estratégias dos agentes econômicos que, pela imposição do mercado internacional, seriam dirigidas para os objetivos de redução de custos, introdução de novas tecnologias e aumentos de produtividade (MENDONÇA DE BARROS e GOLDENSTEIN, 1997: 12).

Como se pode depreender, acredita-se que, viabilizada a estabilização a partir da abertura financeira e comercial, estariam fundadas as bases para uma reestruturação industrial capaz de recolocar a economia brasileira no rumo do crescimento econômico. Com a estabilização assegurada e com a abertura, estaria posta uma mudança nos fundamentos da competição, ou seja, seriam desencadeadas alterações nas estratégias microeconômicas – e, conseqüentemente, nas estruturas de mercado – que devolveriam às forças de mercado uma virtude perdida: a capacidade de seleção e premiação das condutas mais eficientes. Não resta dúvida que o indicador central dessa reestruturação positiva, para os representantes dessa visão, seria o avanço em termos de ganhos de produtividade,

²⁷ É preciso destacar, no que se refere a esse conceito, que este não é definido da mesma maneira por tais autores. MENDONÇA DE BARROS e GOLDENSTEIN (1997) definem globalização como sendo a revolução financeira, tecnológica e comercial experimentada pela economia internacional. Já FRANCO (1996) entende o significado desse evento como sendo a elevação do ritmo de crescimento do comércio e do investimento externo direto acima do crescimento da produção.

ganhos estes suspensos até início da década de 90 devido às políticas anacrônicas da substituição de importações e à instabilidade macroeconômica.

Na verdade, segundo FRANCO (1996), só através de ganhos substantivos de produtividade com a estabilização e com a abertura é que seria possível, simultaneamente, reativar o crescimento, distribuir renda e ampliar a competitividade da economia. Quanto aos fatores que determinariam esses ganhos de produtividade, o autor acredita que características ligadas à estrutura industrial (como concentração e barreiras à entrada) teriam pouca relevância senão uma influência negativa. De outro lado, *“variáveis relativas ao envolvimento com o setor externo (propensão a exportar, penetração de importações) conforme amplamente documentado na literatura relevante, teriam influência positiva e significativa sobre a produtividade e, portanto, explicariam a progressiva estagnação da produtividade a medida que, ao longo dos anos 80, os níveis de proteção vão atingindo o paroxismo e vamos nos aproximando da autossuficiência”* (FRANCO, 1996: 14).

Exposta a associação positiva entre abertura e produtividade, associação esta ancorada na experiência internacional, o autor justifica então seu otimismo apontando que haveria também uma correlação muito forte entre esses ganhos de produtividade e o crescimento econômico e o investimento. Parecia que estávamos, portanto, no caminho certo. Os estudos do IBGE (tabela 2.10) sobre a produtividade baseados no valor bruto da produção, e que acusavam ganhos de mais de 7% ao ano no período 1990-95, numa primeira aproximação, pareciam dar razão a este analista. No entanto, a demora para a tradução desses ganhos em termos de crescimento econômico carecia de uma explicação que, de fato, seria dada por esse mesmo autor em outro trabalho.

Em outro texto (FRANCO, 1997), o autor afirma que não deveria trazer espanto a constatação de uma demora da reativação sustentada do crescimento. Isto porque, todo plano de estabilização bem sucedido geraria uma redefinição das fontes de crescimento da demanda agregada, de acordo com pelo menos dois modelos de impactos fiscais que acompanhariam a estabilização. De um lado, essa redefinição das fontes do crescimento poderia se dar como aqueles casos onde há um elevação da carga tributária, seja em razão de novos impostos, seja pelo efeito positivo da estabilização sobre a receita tributária (efeito OLIVEIRA-TANZI). De outro, o ajuste fiscal poderia se dar maioritariamente através da redução das despesas públicas, o que daria ao período pós-plano um caráter mais contracionista, pelo menos enquanto não ocorresse o chamado *crowding in*, vale dizer, a elevação do gasto privado compensando a redução do gasto público.

Seguindo na sua argumentação, o autor advertia que o caso brasileiro apresentava uma combinação desses dois efeitos, ou seja, elevação da carga tributária concomitantemente à redução das responsabilidades de gasto do Estado. No entanto, haveria uma nítida diferença de velocidade entre esses dois processos, sendo mais lenta a redução das despesas públicas em razão da demora natural desse processo de transferência de responsabilidades de gasto ao setor privado (concessões e privatizações). Estando retardado o ritmo da redução da despesa pública, estaria minimizado temporariamente o efeito *crowding in*.²⁸ Vale dizer, “... a elevação do investimento privado, ou das exportações, para compensar a redução da despesa pública inerente à nossa necessidade de ajuste fiscal, não se verificaria de forma rápida, mas ao longo de um período de tempo mais prolongado” (FRANCO, 1997: 14).

Em suma, explicava-se a demora da retomada mais significativa e duradoura do crescimento e, ao mesmo tempo, justificava-se a importância das privatizações, um processo crucial tanto para o combate do desajuste fiscal-financeiro remanescente do período pré-plano (ou seja, da restrição fiscal ao crescimento), como para dar maior rapidez e vigor à retomada do crescimento. A demora para reativação expressiva das taxas de crescimento deveria servir, então, para mostrar a importância e urgência das reformas (privatizações). Não obstante, esta mesma demora não deveria ser motivo de alarde posto que o expressivo avanço da produtividade indicava que as mudanças fundamentais estariam em processo, ou seja, o tempo passava a ser apresentado como um aliado natural.

Ainda sobre a associação positiva entre a abertura e a estabilização, é ressaltada sua importância para a efetivação da retomada do crescimento também por outras vias não diretamente associadas à reestruturação industrial. Nesse caso, o avanço ocorreria, em primeiro lugar, em virtude dos impactos redistributivos decorrentes daquela associação, ou seja, da enorme transferência de renda para o consumidor decorrente das tarifas de importação não mais pagas, dos indubitáveis ganhos de eficiência e escala e da eliminação das quase-rendas que os empresários obtinham com a reserva de mercado. Além disso, e em segundo lugar, seriam evocados os efeitos positivos sobre as decisões de investimento. “Dada a conhecida concentração de renda brasileira e a conseqüente demanda reprimida da população, uma transferência de renda do porte do ocorrido com a abertura amplia significativamente o mercado consumidor, a ponto de afetar positivamente as decisões de investimento das empresas, não só as já instaladas, como de

²⁸ ABREU *et alii* (1994) apresentam uma discussão mais detalhada sobre como a mudança da natureza do gasto público poderia alavancar o crescimento.

importantes empresas internacionais que passam a olhar para o mercado brasileiro com outros olhos" (MENDONÇA DE BARROS e GOLDENSTEIN, 1997: 12).

Do que foi exposto, deve ser ressaltado nessa conclusão parcial que, no entender desses autores, haveria boas razões para se crer na deflagração de uma nova fase de crescimento. Mesmo que estivesse suspensa a reativação mais vigorosa e duradoura da demanda agregada, tal fato nada mais seria do que uma questão de tempo até que a transferência efetiva das responsabilidades do setor público pudesse detonar o desejado efeito *crowding in* (a elevação significativa do gasto privado). Além disso, os espetaculares ganhos de produtividade e os efeitos distributivos de ampliação do mercado pareciam trazer fortes evidências de um início bem sucedido da desejada reestruturação industrial, bem como da reversão das expectativas favoravelmente às decisões de investimento produtivo. Em síntese, a eliminação do hiato de investimentos herdado da década anterior seria uma questão de tempo.

Vistos os principais argumentos e deduções acerca das perspectivas de retomada do crescimento, passemos agora à reconstituição das idéias centrais desses autores no que toca à possibilidade de, a partir daqueles quatro grandes eventos, ser combatida a vulnerabilidade externa de nossa economia. Em linhas gerais, vejamos como se relacionam nessa visão a questão da vulnerabilidade externa (vale dizer, a possibilidade de ressurgimento da restrição de divisas) com os seguintes temas: a possibilidade de ampliação do coeficiente de abertura, o comportamento da taxa de câmbio no período e as projeções da capacidade de crescimento das exportações e importações.

No que diz respeito à relação existente entre o coeficiente de abertura da economia e sua vulnerabilidade externa, FRANCO (1996: 33) busca demonstrar, através de um exercício de comparação, de que forma a abertura da economia reduziria essa vulnerabilidade. Em síntese, o autor busca comprovar que o fechamento da economia aumentava a dificuldade de se combater um desequilíbrio externo ao atenuar os impactos das alterações da taxa de câmbio sobre as exportações e importações.²⁹ Portanto, para evitar que a vulnerabilidade externa comprometesse o crescimento,

²⁹ "Tomemos dois países em desenvolvimento que tenham mostrando dinamismo semelhante e que exibam níveis idênticos de endividamento externo como proporção do PIB. De um lado, uma república sul-americana típica (nós), dessas bem fechadas e às vezes referidas como "taiteias" onde as exportações eram iguais às importações ambas correspondendo a cerca de 7% do PIB. Tomemos em paralelo um dos chamados "tigres" (Coreia do Sul), assimis oriundos do sudeste asiático, para o qual as exportações também eram iguais às importações, mas sendo ambas superiores a 35% do PIB, ou seja, uma economia aberta. Agora suponha que ambas as repúblicas, em função da crise mexicana de 1982, subitamente sejam obrigadas a gerar um superávit comercial grande, digamos, de 6% do PIB (que era o tamanho do déficit em conta corrente que ambos mantinham antes da crise). Suponha também que para as duas economias cada ponto percentual de desvalorização da taxa de câmbio real gere um aumento de 1% nas exportações e uma redução da mesma ordem nas importações como proporção do PIB. Com isso, para elevarmos nossas exportações a um nível equivalente a 10% do PIB (ou seja, aumentá-las em cerca de 43%) e reduzir as importações a 4% do

seria necessário elevar o grau de abertura da economia para talvez algo em torno do dobro ou triplo do constatado em 1996. Em outras palavras, dados o maior fluxo de comércio e a maior eficácia da política cambial, a abertura diminuiria as possibilidades de ressurgimento de um hiato de divisas.

Sabendo-se, no entanto, que os acréscimos dos coeficientes de exportação e importação poderiam não ocorrer rapidamente e na mesma velocidade, torna-se crucial para a consistência de tal argumentação voltar as atenções mais detidamente ao caso concreto brasileiro da primeira metade dos anos 90. Explicando melhor, para comprovar que o Balanço de Pagamentos não restringiria o crescimento no futuro próximo, seria imprescindível demonstrar, ou que não nos encontrávamos em 1996 num contexto de elevada fragilidade externa, ou então, se admitida a existência dessa fragilidade, que as transformações em curso se encarregariam de reduzi-la substantivamente e num intervalo de tempo razoável. Para tanto, porém, torna-se fundamental tocar na questão da adequação da política cambial, bem como nas perspectivas de mudança de ritmo de crescimento das exportações e importações.

Quanto à política cambial praticada no período 1994/96, FRANCO (1996) não compartilhava do diagnóstico de que sua gestão, em contexto de abundância de capitais externos e intensificação da abertura comercial, tivesse resultado num equilíbrio externo precário capaz de por a perder os avanços enunciados. Na verdade, essa convicção apoiava-se em dois elementos. Em primeiro lugar, baseava-se na crença de que o novo comportamento fortemente deficitário da balança comercial não representaria isoladamente um indicador de incremento de vulnerabilidade externa, uma vez que o intenso ingresso de capitais havia permitido a acumulação de reservas. Além do mais, esse próprio acúmulo de déficits comerciais deveria ser visto como algo positivo, uma vez que estes representariam “poupanças” do exterior, ou seja, significariam a possibilidade de ampliação dos gastos necessários à modernização da economia e à restauração de um padrão de concorrência adequado aos tempos de globalização.³⁰ Sendo assim, as autoridades deveriam apenas ter o cuidado de evitar que os níveis dos déficits em transações correntes alcançassem um patamar crítico – algo em

PIB (fazendo-as cair 43%) conseguindo assim o superávit requerido, teríamos de promover uma desvalorização cambial real de 43%. O mesmo cálculo para a república asiática, ou seja, elevar as exportações a 38% do PIB e reduzir as importações a 32%, nos leva a uma desvalorização real de apenas 8,5%. É claro que, quanto maior a desvalorização cambial requerida maior a instabilidade macroeconômica decorrente do processo de ajuste. Não é por outro motivo que a república sul-americana muito provavelmente terá inflação alta, instabilidade, recessão, conflito distributivo, etc, enquanto que a asiática profregará bem tranqüilamente pelo choque externo” (FRANCO, 1996: 33).

³⁰ A respeito da visão do autor sobre o caráter benéfico do déficit comercial, veja entrevista concedida ao jornal Folha de São Paulo no dia 9 de março de 1997.

torno de 3% do PIB segundo o próprio FRANCO (1996) – capaz de por em xeque a inserção financeira internacional que, de fato, viabilizava a mudança de rota da política econômica.

O segundo ponto sobre o qual apoia-se FRANCO (1996) para sustentar a inexistência de um patamar elevado de fragilidade externa, diz respeito à defesa da adequação dos níveis alcançados pela taxa de câmbio. Nesse aspecto, sua exposição procura demonstrar a incorreção da afirmação de que a taxa de câmbio estabelecida a partir de julho de 1994 estaria defasada. De acordo com seus argumentos, a comparação entre as taxas de câmbio pré e pós-estabilização seria enganosa e inadequada dado que a economia havia passado por uma verdadeira transformação nos seus fundamentos macroeconômicos durante a transição para a estabilidade monetária.

Explicando melhor, a estabilização teria trazido uma profunda realocação de recursos e, conseqüentemente, alterações significativas nos preços relativos dentre as quais se destacaria a elevação dos preços dos *non-tradables* face aos dos *tradables*, algo inerente a um plano de estabilização bem sucedido baseado em ancoragem cambial e abertura. Nesse sentido, e esse é ponto central do argumento, os fundamentos monetários e cambiais estariam sendo positivamente alterados porque, no regime de inflação alta que vigorava, o processo de substituição da moeda nacional induzia a fuga de capitais e, portanto, uma permanente situação de “subvalorização” cambial.

Desse modo, concluía o autor que seria correta a percepção de que a taxa de câmbio teria se apreciado em função daquelas mudanças nos fundamentos, mudanças estas positivas sobretudo porque não se restringiam ao lado monetário da economia. Na verdade, do lado real, uma vez que os ganhos de produtividade brasileiros mostravam-se bem superiores aos da economia norte-americana no período, não deveria ser motivo de espanto a transmissão desses impactos para o câmbio no sentido de uma apreciação da moeda nacional. No entanto, e como já dito, essa própria mudança de fundamentos tomava incorreta a interpretação da existência de uma defasagem cambial, posto que o câmbio não representava um preço fora do lugar mas um preço a caminho de um novo patamar, um patamar próprio de uma nova e melhor configuração macroeconômica.

Defendida a idéia de que a apreciação da taxa de câmbio representaria um evento positivo indicador da restauração da normalidade, restaria ainda uma tarefa a ser cumprida por essa visão em sua tentativa de demonstrar a superação da restrição de divisas. Mais precisamente, faltaria ainda a demonstração de que os novos patamares da taxa de câmbio não levariam no futuro à

frustração da meta de inflexão do crescimento explosivo do déficit comercial. Vejamos o que os autores têm a dizer a esse respeito.

Afora a questão já tratada da substancial elevação da produtividade, outros elementos são lançados no intuito de demonstrar que a retomada do crescimento das exportações seria uma questão menos dependente do câmbio que do tempo. FRANCO (1996), de fato, atribui esse mérito mais uma vez ao avanço do processo de globalização produtiva, vale dizer, à maturação da reestruturação industrial e à superação do quadro de instabilidade da década anterior. Segundo esse autor, seria uma tendência natural a recuperação dos elevados níveis históricos da participação brasileira nos fluxos mundiais de investimento externo direto, dadas a estabilização e a ampliação do mercado interno. Assim, se fossem revertidas as políticas comerciais e industriais anacrônicas, seria de se esperar um envolvimento muito mais expressivo das filiais brasileiras das empresas transnacionais no comércio mundial, ou seja, deveria ocorrer uma retomada acentuada das importações, num primeiro momento, e das exportações, com vigor, num momento posterior.³¹

Perspectivas favoráveis à redução dos déficits comerciais, advindas do mesmo ciclo de transformações em processo, também eram antecipadas por MENDONÇA DE BARROS e GOLDENSTEIN (1997). Na verdade, como veremos agora, embora estes autores tivessem manifestado uma posição distinta de FRANCO (1996) no que toca a admissão da existência de elevados níveis de vulnerabilidade externa, pode ser extraído dos seus apontamentos um otimismo muito semelhante ao desse autor no que tange à possibilidade de redução dessa fragilidade externa por meio da consolidação das transformações modernizantes.

De acordo com seus argumentos seria inegável o fato de que a balança comercial brasileira havia apresentado forte deterioração a partir da estabilização e da abertura (tabela 2.3). Sem dúvida alguma, os autores admitiam que o fantástico salto dos coeficientes de importação para a grande maioria dos setores teria gerado, num primeiro momento, um encolhimento das cadeias produtivas afetando negativamente a geração nacional de valor agregado. No entanto, alertavam que *“apesar desse raciocínio ser verdadeiro para o curto e médio prazo, ele não o (seria), necessariamente, para o longo prazo”* (MENDONÇA DE BARROS e GOLDENSTEIN, 1997: 29).

³¹ Portanto, havendo motivos para se crer num crescimento expressivo do investimento externo direto, acentuado sobretudo pelas grandes privatizações anunciadas, concluiu-se que o crescente envolvimento internacional das filiais brasileiras das transnacionais apontava para a *“(...) existência de razões ‘exógenas’ a determinar o crescimento das exportações brasileiras, independentemente de políticas locais de incentivo e de política cambial mais agressiva (...)”* (FRANCO, 1996: 10).

Isto porque, segundo suas convicções, já começávamos a assistir em 1997 um processo de reintegração produtiva que, sendo auxiliado por uma política de investimentos, poderia se tornar persistente permitindo uma nova internalização da produção com adensamento das cadeias produtivas. Os motivos que levavam os autores a crer nessa hipótese seriam os seguintes: *“(a) pós um primeiro momento no qual o caminho mais fácil e rápido era importar tudo que barateasse a produção, a opção pela produção local, em larga escala e com alta produtividade passa(ria) a se colocar. Os custos de depender totalmente do fornecimento externo, a distância do Brasil e, principalmente, o tamanho do nosso mercado justifica(riam) os investimentos em certos elos das cadeias produtivas que haviam sido amplamente externalizados ou que nunca tinham sido produzidos aqui em escala suficiente.*

A produção em grande escala segundo as modernas sistemáticas de produção enxuta e on line implica(ria), e em alguns casos obriga(ria), a existência de um fornecedor local. Fatores como distância e elevadas taxas de juros inviabiliza(riam) a manutenção de grandes estoques, reforçando a opção pela internalização da produção.

Em algumas cadeias produtivas, como por exemplo a automobilística, as escalas de produção que passamos a alcançar após o Plano Real, e os atuais processos produtivos, ao contrário do que tem sido dito, leva(riam) à internalização de importantes segmentos da cadeia. O moderno processo produtivo baseado no just in time obriga(ria) a presença dos fornecedores em locais próximos das montadoras, o que as te(ria) levado a fomentar a vinda de seus parceiros internacionais, produtores de autopeças, para o Brasil. Ou seja, aos poucos esta(riamos) internalizando novamente setores que haviam passado por um processo de importações de grandes volumes. O resultado, do ponto de vista macroeconômico, (seria) o adensamento da cadeia produtiva embora, não se pode negar, com profunda transformação das características dos produtores no nível micro”³² (MENDONÇA DE BARROS e GOLDENSTEIN, 1997: 29-30).

Como se pode constatar, embora a linha de argumentação desses autores não seja coincidente com a de FRANCO (1996), suas conclusões gerais não são diferentes. Em suma, apesar de admitida, de um lado, a importância de políticas ativas de estímulo à competitividade e, de outro, a existência de níveis preocupantes de vulnerabilidade externa, acreditava-se que um novo processo de internalização da produção iria contribuir decisivamente para a redução dos ritmos de crescimento das importações no longo prazo e, obviamente, para a redução daquela fragilidade externa. Assim

³² Dentre essas transformações no plano micro, é mencionada em todos esses textos uma dolorosa, porém inevitável, perda de participação dos produtores nacionais, em geral desqualificados pela diferença de capacidade competitiva. Como se pode constatar, o fortalecimento dos setores multinacionais seria para esses autores um evento benéfico em todos os aspectos, ainda mais se levarmos em conta que seu aporte de recursos contribuiria para equilibrar os crescentes déficits em conta corrente.

sendo, mesmo que tenha sido mais enfatizado, diferentemente de Franco (1996), o aspecto das importações – mais especificamente o que toca a importância de serem aceleradas aquelas transformações microeconômicas por meio de uma ação mais incisiva do Estado (via política de investimentos) – a conclusão desses autores seria essencialmente a mesma no que toca a questão da fragilidade externa.

Vale dizer, os resultados benéficos, como a perspectiva de contenção dos déficits comerciais e uma “terceira onda” de investimentos, já estariam sendo visualizados. A superação do hiato de investimentos e o readensamento das cadeias produtivas posto pelas maiores vantagens de se produzir internamente se encarregariam de eliminar não só as chances de reaparecimento do hiato de divisas, como também do câmbio voltar a ser fonte de propagação de desajustes macroeconômicos. O tempo seria um bom aliado também no que diz respeito a esse tema.

2.4- A visão que aponta para a redefinição das restrições ao crescimento com origem na política econômica e no Balanço de Pagamentos.

Expostos os argumentos da visão que identifica perspectivas favoráveis para a retomada sustentada das taxas de crescimento e redução da fragilidade externa, nosso propósito passa a ser a avaliação dessas duas conclusões principais através da apresentação das posições de autores pertencentes a uma visão alternativa àquela³³. Mais precisamente, buscaremos testar a consistência dos argumentos e hipóteses principais daquela visão por meio de uma contraposição com posições de analistas menos otimistas em suas análises.

Sem ter a pretensão de realizar uma avaliação completa da posição relatada na seção anterior, mas sim a averiguação do núcleo fundamental dos argumentos que sustentam aquelas deduções quanto ao crescimento e à restrição externa, procuraremos de início apontar algumas concordâncias existentes entre as visões. Em segundo lugar, passaremos à exposição propriamente dita das divergências apontadas pela visão alternativa àquela já exposta. Nesse ponto ficará claro que para estes analistas, diferentemente dos autores já discutidos, as transformações em processo não

³³ Os autores escolhidos para a composição da visão “crítica” são basicamente os seguintes: COUTINHO e BELLUZZO (1996), DAMILL *et alii* (1996), BATISTA (1996), TITELMAN e UTHOFF (1994), DEVLIN *et alii* (1994) e CASTRO (1995).

representariam o caminho para a deflagração de um ciclo de crescimento expressivo, uma vez que a abertura, a globalização e o próprio plano de estabilização de 1994 trariam não a eliminação mas sim a redefinição das restrições ao crescimento com origem na política econômica e no Balanço de Pagamentos.

Postos os objetivos da seção, vejamos de saída as concordâncias existentes, seja quanto aos benefícios da retomada dos fluxos internacionais, seja quanto à demora esperada na concretização da elevação das taxas de crescimento no caso brasileiro.

2.4.1- Concordâncias quanto a alguns benefícios e impactos positivos iniciais da retomada dos fluxos de capitais externos.

Dentre os argumentos que ressaltam a relevância da poupança externa para o desenvolvimento econômico dos países periféricos, talvez o mais usual seja a menção de que estes recursos constituam uma fonte suplementar à poupança interna no financiamento produtivo. Segundo esta visão, os recursos externos poderiam, em tese, acelerar o processo de crescimento econômico na medida em que, juntamente com as poupanças internas, fossem efetivamente usados para alavancar investimentos em ampliação da capacidade instalada, desencadeando com isso um ciclo virtuoso de acumulação tipicamente keynesiano.³⁴

Assim sendo, e no que tange às economias menos desenvolvidas, tais recursos poderiam cumprir um duplo papel. De um lado, poderiam servir para elevar a poupança bruta e, assim, a capacidade para importar bens de capital e insumos básicos potencializando o crescimento dessa economia. De outro, deveriam contribuir para minimizar a possibilidade de ocorrência das crises cambiais desencadeadas por insuficiência de divisas, crises estas recorrentes aos países de moeda fraca e industrialização tardia. Em síntese, um ciclo de endividamento externo experimentado pelas economias subdesenvolvidas seria desejável na medida em que este dinamizasse um ciclo de crescimento ao mesmo tempo em que combatesse a histórica restrição externa presente nesse países.

³⁴ A referência à visão keynesiana feita aqui deve ser entendida simplesmente como a manifestação conjunta dos efeitos acelerador e multiplicador.

Outra vantagem não menos importante que emergiria com a retomada destes fluxos corresponderia à ampliação das oportunidades de empréstimo para bancos e empresas, sobretudo no que toca a expansão do crédito de longo prazo. Nas palavras de GONÇALVES (1996: 144), *“o maior acesso ao mercado financeiro internacional permite que, principalmente em uma situação de escassez de crédito de longo prazo, as empresas tenham uma fonte alternativa de financiamento e, inclusive, uma redução do custo de financiamento. Para empresas e indivíduos, o acesso ao mercado internacional permite uma diversificação de portfólios que os protege de flutuações da economia doméstica.”*

Tendo em mente a existência desses benefícios potenciais, passemos agora a uma breve retomada de alguns dos resultados concretos mais gerais e marcantes da abertura recente da conta de capital sobre a economia brasileira. Em síntese, vejamos como a partir do ingresso significativo de capitais torna-se possível a reorientação da política econômica para um combate rápido e bem sucedido ao processo inflacionário.

Como mostram os dados das tabelas 2.1 e 2.2, o fantástico aumento da captação anual de recursos externos – que salta de 11 para 43 US\$ bilhões entre 1991 e 1994 – aliado à redução relativa (como proporção do PIB) da remessa de recursos reais ao exterior, teriam gerado o expressivo aumento das reservas internacionais brasileiras. Sem dúvida alguma, teria sido esse o fator fundamental que trouxe o aumento significativo dos graus de liberdade das autoridades governamentais na condução da política cambial. Em poucas palavras, com a enxurrada de dólares e a acumulação das reservas – que já em 1994 atingiam a marca de US\$ 38 bilhões – passaria a ser possível ao Banco Central mudar o regime cambial e administrar o comportamento da taxa de câmbio no curto prazo com uma discricionariedade sem precedentes no período anterior mais recente.³⁵

³⁵ Isso não quer dizer, entretanto, que desde o início da retomada expressiva dos fluxos internacionais de capitais não tenham sido registrados níveis elevados de instabilidade das taxas de câmbio. Na verdade, como demonstra HOLLAND (1997), o aumento da instabilidade das taxas de câmbio real efetiva e real semanal nos últimos quinze anos estaria associado não apenas aos períodos de aceleração inflacionária, mas também aos períodos de implantação dos planos de estabilização. Quanto a esse último caso, o autor adverte em seu estudo que o retorno aos patamares mais suaves de variação ocorreriam apenas após um certo tempo, em função talvez da desconfiança de alguns agentes quanto ao sucesso da estabilização.

Deve ser esse, então, o fator explicativo do pico de elevação da instabilidade das taxas de câmbio em 1994 em meio à implantação do Plano Real, ficando a cargo das repercussões da crise do México em dezembro do mesmo ano a responsabilidade pela segunda importante elevação de volatilidade vista. Todavia, registrados e explicados esses picos de instabilidade recentes, as observações mais importante a se reter talvez sejam duas: de um lado, a constatação de que os elevados níveis de instabilidade das taxas de câmbio passam a ser menos frequentes a partir de 1992, ou seja, logo após o aumento brutal das captações externas; de outro lado, deve ficar registrado que é confirmada empiricamente a afirmação de que, passado um certo tempo da implantação do novo plano de estabilização, há uma redução significativa da instabilidade cambial.

Portanto, ao contrário da experiência dos anos 80 (onde a aquisição das divisas se fazia possível apenas por meio dos saldos comerciais e num montante apenas suficiente para fazer face aos compromissos externos), na primeira metade dos anos 90, com os novos fluxos de capitais externos, a maior estabilidade do câmbio passaria a ser um objetivo plenamente viável. Estaria revelada assim, num primeiro momento, uma descontinuidade fundamental em relação à década anterior no que diz respeito à redução da crítica instabilidade esperada da taxa de câmbio e, por conseguinte, no que toca a permanência de uma restrição ao crescimento econômico com origem nos estreitos graus de liberdade da política cambial. Reduzindo-se a instabilidade cambial, dava-se grande passo para eliminação de níveis críticos de incerteza e, portanto, combatia-se um dos principais fatores causadores do processo de estagflação herdado da década anterior.

Centrando mais as atenções na estabilização de preços, é preciso explicitar agora quais seriam os fatores explicativos principais de seu sucesso inicial, fatores estes que, como se sabe, também estão associados aos desdobramentos da abundância de capitais internacionais. Em poucas palavras, seria através da intensificação do processo de abertura comercial, juntamente com a fixação de um limite máximo para a flutuação da taxa de câmbio³⁶, que teria sido rompida a espiral inflacionária.

No que diz respeito ao câmbio, variável fundamental ao lado da taxa de juros na formação das expectativas dos agentes quanto aos preços³⁷, os dados mostram (tabela 2.4) que o novo regime cambial foi implementado pelas autoridades governamentais de modo a induzir uma nítida valorização da taxa de câmbio.³⁸ Se somarmos a essa valorização a redução significativa, rápida e generalizada das alíquotas de importação (característica marcante da intensificação da abertura comercial brasileira), teremos como resultado a explosão genérica das importações. Como se vê, a política econômica, beneficiada pela enxurrada de divisas e pela possibilidade de abertura maior do déficit em conta corrente, libera-se nesse período das amarras cambiais e passa a ser orientada primordialmente e poderosamente para o rápido combate à inflação.

³⁶ A fixação do teto para a flutuação do câmbio, acompanhada da não determinação do seu piso, pôde ser denominada, então, de regime de bandas assimétricas.

³⁷ Para maiores detalhes sobre a discussão da importância da taxa de câmbio na formação dos preços, veja o capítulo anterior e a bibliografia indicada.

³⁸ Em março de 1995 o regime cambial passa também a definir o limite mínimo de variação da taxa de câmbio. Portanto, é somente a partir desse momento que se pode denominá-lo de regime de bandas cambiais.

Em síntese, com o novo contexto de abertura rápida e geral e com a valorização cambial, estaria inviabilizada, do ponto de vista microeconômico, a política de elevação dos *mark ups* desejados. Isto porque com esses elementos impunha-se uma enorme pressão e rígida disciplina aos produtores nacionais na medida em que aumentava-se o poder de contestação dos mercados nacionais por produtores estrangeiros. Tais fatores, de fato, inviabilizariam, tanto as possibilidades de saltos inflacionários, como a manutenção das altas taxas de inflação, uma vez que os bens importados passariam a ganhar importantes fatias do mercado nacional dadas suas elevadas elasticidades.

Há que se ressaltar também no aspecto do combate à inflação que, diferentemente dos anos 80, o volume de reservas internacionais trazia a possibilidade de sustentação dessa política anti-inflacionária. De fato, seria essa disponibilidade de divisas que permitiria tanto a elevação explosiva das importações, como também uma valorização cambial capaz de acelerar esse combate. Além do mais, dado o novo volume das reservas, reduzia-se sensivelmente a instabilidade esperada da taxa de câmbio, ou seja, eliminava-se um dos principais elementos que teria detonado nos anos 80 o processo de aceleração inflacionária. Nesse aspecto, portanto, constatava-se uma importante ruptura em relação à década anterior no sentido de que o setor externo deixaria de exercer o papel de gerador de importantes desequilíbrios macroeconômicos, pelo menos no que diz respeito à inflação e enquanto houvesse a sustentação do financiamento externo.

Passando à segunda concordância quanto aos efeitos trazidos pela intensificação dos fluxos de capital, qual seja o impacto sobre o potencial de crescimento da economia, poderíamos destacar agora algumas observações genéricas.

Como enfatizam TITELMAN e UTHOFF (1994), a recuperação da atividade econômica já a partir de 1993 teria ocorrido, em grande parte, porque com a elevação substantiva do financiamento externo, passaria a ser possível a elevação da aquisição de insumos e bens intermediários para o uso da capacidade instalada existente. No entanto, a reativação sustentada da demanda agregada apenas seria possível se o impacto de tal elevação fosse significativo a ponto de gerar efeitos positivos duradouros sobre o produto agregado e sobre o investimento.

Independentemente do desencadeamento de um ciclo sustentado de crescimento com as especificidades assinaladas, o fato mais relevante, numa perspectiva de curto prazo, teria sido o surgimento de um fator tipicamente conjuntural de reaquecimento a partir da implementação do

plano de estabilização em Julho de 1994. Na verdade, dado o *mix* de políticas, a partir da estabilização monetária foram gerados impactos não desprezíveis sobre a propensão a consumir de várias parcelas da população, parcelas estas que em contexto de alta inflação eram prejudicadas, seja pela corrosão de parte de sua renda (no caso das camadas mais pobres), seja pela ilusão criada pelos rendimentos nominais mais elevados das aplicações financeiras (no caso das parcelas de renda média mais elevada).

O alongamento dos prazos de financiamento ao consumidor – determinado pelos bancos após o fim da alta inflação –, a clara possibilidade de estabelecimento de horizontes de endividamento mais previsíveis pelas famílias e o aumento da propensão a consumir, tornariam endógena a recuperação inicial da atividade no contexto da estabilização. Não seria por outro motivo, portanto, que o reaquecimento da demanda no período pós-Real se fazia expressivo no setor de bens de consumo, ainda mais se temos em conta a existência de uma enorme demanda reprimida acumulada ao longo de vários anos de inflação alta e restrição de crédito.

Ainda quanto às causas da retomada do crescimento, deve-se acrescentar também um segundo elemento conjuntural lembrado por BATISTA (1996). Trata-se da não realização de um ajuste fiscal efetivo que pudesse arrefecer o ritmo do crescimento inicialmente detonado pelos elementos listados acima.³⁹ Como havia capacidade ociosa e possibilidade de expansão colossal das importações naquele momento, a ausência desses corretivos fiscais não implicou em ameaça à redução das taxas inflacionárias e as empresas aqui instaladas puderam elevar suas vendas internas ao mesmo tempo em que perdiam fatias do mercado nacional.⁴⁰

Em suma, a combinação dos elementos listados acima resultou em uma expansão do PIB excepcionalmente elevada no período em questão. *“Relativamente ao trimestre imediatamente anterior, o PIB dessazonalizado cresceu 3,4% no terceiro trimestre de 1994, 3,5% no quarto trimestre e 2,8% no primeiro de 1995. Nesses nove meses, a economia cresceu, portanto, a uma taxa anualizada de nada menos que 13,6%, segundo dados do IBGE”*⁴¹ (BATISTA, 1996: 152).

³⁹ Quanto às medidas fiscais entre 1993 e 1994, BATISTA (1996) ressalta que os ganhos advindos do COFINS e do IPMF, além de transitórios, eram neutralizados por outros gastos reprimidos da Previdência Social, o aumento da despesa com juros externos e internos e a remuneração dos servidores federais.

⁴⁰ Por fim, não se deve esquecer também que a combinação de acentuada queda da inflação com retomada significativa do crescimento entre Julho de 1994 e Março de 1995 em muito interessava os interesses eleitorais do ministro candidato. As possíveis correções ficariam para depois das eleições.

⁴¹ A propósito desses dados, veja *Indicadores IBGE - Produto Interno Bruto Trimestral*, segundo trimestre de 1996, ago. 1996 (mimeo).

Expostas as concordâncias quanto aos impactos positivos sobre o quadro macroeconômico e sobre a capacidade de crescimento, vejamos agora um outro ponto compartilhado pelas visões, qual seja a constatação da importância de uma certa abertura comercial, bem como da demora esperada para a elevação das taxas de crescimento.

Em se tratando da questão da necessidade da abertura comercial, deve ficar explícito em primeiro lugar que os autores da visão em questão admitem a profundidade das transformações nos fundamentos da concorrência internacional a partir dos impactos da chamada globalização (ou “mundialização” do capital⁴²) e da terceira revolução industrial. Admitem e chamam a atenção sobretudo para o fato de que o aumento da importância dos mercados regionais na estratégia dos agentes mais relevantes, bem como as conseqüentes mudanças desencadeadas nas estruturas de mercado nacionais, devem trazer novos desafios para a política econômica de cada país para se cumprir o objetivo de elevar a competitividade e o ritmo do crescimento.

Explicando melhor, com o estreitamento dos vínculos entre os investimentos das transnacionais nos vários mercados ocorrido desde os anos 80 nos países centrais, passou-se a buscar uma divisão do trabalho interna à empresa capaz de trazer uma configuração mais eficiente para o atendimento dos mercados regionais. Isto na verdade acaba atestando o acerto da afirmação de que uma certa abertura comercial nacional passa a ser uma imposição da maior interdependência dos investimentos externos diretos e da regionalização da produção. Ou seja, os países que pretendem ser de alguma forma beneficiados com os crescentes fluxos de investimento internacional, deveriam reduzir em alguma medida o nível de proteção dos mercados nacionais posto que “(...) *essas novas relações entre investimento e comércio exig(em) uma maior flexibilidade na importação de insumos, componentes, partes e peças*” (COUTINHO e BELLUZZO, 1996: 146).

Identificado o acordo quanto à necessidade da abertura comercial para o avanço da competitividade – o mesmo, entretanto, não podendo ser dito a respeito do alcance, do momento e do ritmo ideais dessa abertura – outra concordância entre as visões surge quanto ao tempo necessário para o surgimento dos efeitos dessa reinserção internacional em termos de crescimento econômico. Vale dizer, mesmo que por diferentes argumentos, concordava-se que haveria uma certa demora para a desejada elevação das taxas de investimento e crescimento econômico, ou seja, para a superação do hiato de investimentos remanescente.

⁴² Para uma discussão detalhada desse conceito veja CHESNAIS (1996).

Assim, enquanto os autores tratados na seção anterior atribuíam o atraso da retomada vigorosa do investimento privado e do crescimento à demora da efetivação do citado efeito *crowding in* – dada a lentidão do processo de privatizações e do ajuste fiscal –, os autores da visão em foco procuravam explicar essa demora pela influência de heranças do passado recente sobre as expectativas dos agentes. Nesse sentido, a demora para a elevação do investimento seria decorrente dos efeitos persistentes do período de instabilidade do período 1982/94 sobre a estrutura econômica.

Na realidade, como a enorme instabilidade das principais variáveis econômicas havia desencadeado, até quase meados dos anos 90, desequilíbrios nos mecanismos de transmissão macro-micro, seja via preços, quantidades e posições financeiras, foi generalizada a “preferência por flexibilidade” como característica do comportamento dos agentes (DAMILL *et alii*, 1996). Tal preferência aliada a redução dos investimentos públicos estaria, portanto, na origem da deterioração da infra-estrutura e da significativa retração do investimento agregado que passaria a se realizar apenas onde a rentabilidade fosse garantida com curto período de recuperação do capital. Assim sendo, uma vez que a reversão dos efeitos de instabilidade macroeconômica levaria tempo – dado que neste novo meio ambiente “há (...) estruturas e comportamentos que, para resumir, não desaparecem com o ostensivo esforço de negação do passado” (CASTRO, 1995: 61) – a restauração das taxas de investimento privado só ocorreria certo período após a estabilização daquelas variáveis fundamentais, ou seja, no caso do Brasil, algum tempo depois da efetivação da estabilidade monetária e cambial.

2.4.2- A autonomia da política econômica para promoção do crescimento e redução da vulnerabilidade externa.

Postas as concordâncias quanto a alguns benefícios potenciais da retomada dos fluxos de capitais, quanto à necessidade da abertura e à demora da superação da restrição de investimentos ao crescimento, passemos à exposição mais detalhada dessa visão sobre as possibilidades de elevação dos ritmos de crescimento e redução da vulnerabilidade externa da economia brasileira. Em síntese, vejamos porque segundo tais autores a visão expressa na seção anterior teria chegado a conclusões duvidosas embora tenha partido de algumas constatações verdadeiras. Iniciemos essa análise destacando algumas das características mais marcantes das reformas introduzidas durante o processo

de liberalização cambial realizado no Brasil no início dos 90. Tal passo tem por fim demonstrar as limitações das transformações efetivadas internamente, tanto para combater os riscos associados ao novo contexto financeiro internacional, como para induzir a captação de recursos de longo prazo mais adequados ao objetivo de reativação significativa e sustentada do crescimento econômico. Terminada essa exposição, iniciaremos as considerações sobre a questão do mecanismo de transmissão juros-câmbio e o resultante impacto sobre a autonomia da política econômica como promotora do crescimento econômico e redutora da vulnerabilidade externa de nossa economia.

No trabalho de GONÇALVES (1996), entre outras questões, é analisada a nova participação brasileira no cenário financeiro internacional tendo-se como referência a condução particular do processo de liberalização cambial e o descumprimento de algumas precondições ao engajamento no novo cenário internacional. No que diz respeito a esse segundo termo, é ressaltado que a realização de certas reformas de base seria justificável porque a captação de recursos externos intrinsecamente voláteis deveria ser acompanhada de medidas necessárias ao combate da maior vulnerabilidade resultante. Vejamos agora cada uma desses elementos separadamente.

Quanto à condução específica do processo de liberalização cambial⁴³ descrito em detalhes pelo autor, frisamos, em primeiro lugar, que sua orientação geral privilegiou a construção de um aparato legal que pudesse garantir uma maior mobilidade de capitais, estimulando, por essa via, o incremento da demanda e da oferta de divisas. É principalmente com esse intuito que foram lançadas as seguintes medidas, entre outras: 1- a criação, em dezembro de 1988, do segmento de câmbio flutuante para as operações relativas a viagens internacionais, medida esta que, na verdade, representa o início do processo de liberalização cambial no Brasil; 2- a criação do segmento de câmbio livre em março de 1990, que, ao possibilitar a não identificação do vendedor, passa a permitir a ampliação da oferta de divisas provenientes do mercado paralelo, trazendo, portanto, “...uma mobilidade (quase completa) entre o mercado paralelo e o sistema oficial de câmbio” (GONÇALVES, 1996: 139); 3- a permissão dada a não-residentes (instituição financeira, pessoa física ou jurídica) para operar na venda e aquisição de divisas no Brasil, o que criou facilidades à repatriação de investimentos e capitais externos⁴⁴; 4- a redução do imposto sobre remessa de lucros, a eliminação de imposto de renda suplementar sobre dividendos e remessas, e a revogação da proibição do pagamento de *royalties* entre matriz e filial⁴⁵; e,

⁴³ É preciso esclarecer que a questão da liberalização cambial é entendida pelo autor tanto em termos do acesso ao mercado de divisas, como do processo de formação de preços.

⁴⁴ Tal inovação se deu com base na já existente Carta Circular número 5 do BACEN de fevereiro de 1969.

⁴⁵ Alguns dos instrumentos relativos aos investimentos externos são as Cartas Circulares número 2165/91, 2198/91, 2266/92 e 2282/92.

finalmente, 5- as novas determinações para facilitar os investimentos brasileiros no exterior, como a possibilidade dada às pessoas jurídicas não-financeiras de adquirir imóveis no exterior através do câmbio flutuante bem como a instituição dos Fundos de Investimento no exterior, medidas estas que estimularam fortemente a demanda por divisas.

Deixando de lado o contorno mais geral do processo de liberalização cambial, concentremos agora nossas atenções nas medidas e nos determinantes específicos que foram fundamentais, de um lado, para a viabilização do incremento vigoroso das aplicações de não-residentes no mercado de capitais, e, de outro, para a ampliação do lançamento de títulos no exterior por empresas brasileiras. Tal ênfase se justifica, segundo nossa compreensão, porque estas foram duas das principais vias de entrada de recursos externos até o momento, e, acima de tudo, porque é na identificação das medidas tomadas nesse campo que pode se tornar mais claro como a orientação da política econômica corroborou, no caso brasileiro, uma inserção pouco seletiva no novo contexto internacional.

No que toca as mudanças na regulamentação para aplicações em bolsas de valores, deve-se dar destaque às alterações já mencionadas na introdução deste capítulo que teriam dado maior estímulo ao retorno dos investidores estrangeiros. Nesse aspecto, é preciso enfatizar que os estímulos concedidos estariam associados não só às elevadíssimas taxas de juros internas, mas também à redução de restrições à composição das carteiras, aos prazos de permanência mínimos no país e, enfim, à flexibilidade na movimentação dos capitais externos no mercado interno de capitais, o que inclui a permissão para operar com instrumentos de *hedge*, como derivativos financeiros.⁴⁶

No que tange à captação de recursos através da emissão de títulos denominados em moeda estrangeira por empresas brasileiras, mais importante que o relato das medidas específicas, já feito em linhas gerais aqui, seria o destaque dos fatores particulares que geraram seu incremento substantivo. Nesse sentido, é evidente, e até mesmo consensual entre os economistas, que foram a citada política de juros internos elevadíssimos, e a conseqüente abertura do diferencial entre as taxas

⁴⁶ Dentre as principais resoluções nessa área, destaca-se a Resolução 1832 de 1991 que é agregada à Resolução 1289 de 1987 e passa a regulamentar as aplicações mobiliárias de investidores institucionais estrangeiros, canal este que vinha representar a principal fonte de entrada de capital estrangeiro nas bolsas de valores naquele momento. Ainda quanto às alterações feitas na Resolução 1289, que regulamentaria o funcionamento de Fundos de Investimento, Sociedades de Investimento, Carteiras de Títulos e Valores Mobiliários baseados no capital estrangeiro, restaria destacar a Resolução 1819 que concederia os estímulos listados no parágrafo anterior aos investidores internacionais. Para maiores detalhes acerca destas alterações legais, veja Gonçalves (1996: 137-142)



doméstica e internacional, as causas fundamentais da captação destes recursos externos.⁴⁷ Na verdade, como sublinha GONÇALVES (1996), além da elevação da margem de arbitragem entre os rendimentos interno e externo, também tinham contribuído, em menor grau, o baixo nível de endividamento das empresas brasileiras, assim como a menor seletividade do mercado internacional de capitais.

Sublinhados alguns apontamentos acerca da condução particular do processo de liberalização cambial no Brasil, vejamos agora o segundo condicionante interno da inserção financeira conquistada pela economia brasileira no novo cenário internacional. Mais especificamente, centremos nossas atenções no descumprimento de importantes precondições para o combate aos riscos surgidos a partir do novo engajamento brasileiro nos fluxos internacionais de capital.

Dada a maior mobilidade efetiva dos fluxos internacionais de capital – a partir das inovações financeiras e das desregulamentações nos mercados financeiros da maioria dos países desenvolvidos e subdesenvolvidos nos últimos anos – passou a ser freqüentemente mencionado, mesmo em documentos de organismos financeiros internacionais⁴⁸, o argumento de que haveria a necessidade de realização de uma série de reformas prévias à inserção nacional nesses fluxos. Obviamente, o objetivo da implementação de reformas seria prevenir e combater o incremento do risco sistêmico resultante da natureza intrinsecamente volátil dos fluxos de capital nos anos 90. Nesse sentido, as reformas seriam fundamentais para conferir maior eficácia e credibilidade às autoridades governamentais no combate aos problemas associados à abertura da conta de capitais e ao maior endividamento externo das economias subdesenvolvidas. Sendo assim, para o caso específico do Brasil, e de acordo com as conclusões extraídas do primeiro capítulo (seção 1.4), seria crucial a realização de uma reforma que pudesse alongar o perfil do endividamento público.

Recomendações à parte, o que vinha sendo observado até 1996, no caso brasileiro, foi o não cumprimento desse importante requisito. Na verdade, e ao contrário do desejado, destacou-se de mais significativo a sucessão de resultados negativos na área fiscal e a ausência de uma reforma

⁴⁷ Para se ter uma idéia da diferença entre as taxas de juros doméstica e internacional, poderia-se frisar que, "...levando-se em consideração todo o período de janeiro de 1992 a junho de 1994, verifica-se que a taxa média (anualizada) de juro interno foi 8,21 vezes a taxa de juro internacional. Isto é, o investidor estrangeiro ganhava no Brasil em 6 semanas e meia o que ganharia em aplicações no mercado financeiro internacional durante todo um ano! (...) Deve-se destacar, ainda, que a margem máxima anualizada chega ao fantástico número de 63,6% (15 vezes a taxa do mercado internacional), enquanto a margem mínima anualizada (11,4%) em dezembro de 1992 também é relativamente alta, pois é mais de três vezes a taxa de juro internacional." (GONÇALVES, 1996: 146-147).

⁴⁸ A propósito de uma boa resenha nesse tema, veja AKIUZ (1993).

financeira abrangente que pudesse melhorar sensivelmente não só a qualidade do endividamento público, mas também sua capacidade de gasto.⁴⁹

Do que foi exposto, concluímos que os determinantes da específica inserção financeira conquistada, tanto os externos quanto os internos – como o processo de liberalização cambial e o descumprimento das precondições à abertura da conta de capital –, reforçariam-se mutuamente na formação de um tipo de engajamento que se mostraria distante daquele que seria o recomendado para o enfrentamento dos riscos inerentes à natureza destes fluxos de capital. Mais especificamente, a experiência interna não teria conhecido medidas anteriores (e mesmo durante a fase da liberalização cambial) que pudessem não apenas trazer bases mais sólidas para o financiamento público, mas também que visassem influenciar fortemente a vinda de investimentos produtivos essenciais e de longo prazo mais condizentes com os objetivos de crescimento e desenvolvimento.⁵⁰

Ao contrário, como demonstram os autores vistos nessa seção, os eventos promovidos na fase de liberalização cambial restringiram-se às medidas que puderam contribuir para a elevação da oferta e demanda de divisas exclusivamente pela maior mobilidade conferida às transações financeiras. A ausência de medidas coordenadas pelo Estado para a efetivação de um plano de investimentos amplo e eficaz, bem como a iniciativa dos capitais entrantes ao privilegiar uma composição relacionada quase que exclusivamente ao espetacular ganho financeiro e/ou aquisição de ativos subvalorizados, seriam os principais indícios de que muito pouco teria sido feito para se minimizar os riscos advindos da posição assumida no *front* externo. Também no que diz respeito à efetivação prévia de uma ampla reforma fiscal-financeira, o que se explicitou foi a falta de iniciativa da política econômica. É nesse ponto, portanto, que se poderia discernir muito bem a experiência

⁴⁹ Ainda a respeito dos determinantes da inserção externa brasileira, seria preciso enfatizar o agravante de que foi exatamente num momento nitidamente recessivo que se deu a entrada expressiva de capitais externos. Isto significa na prática que o contexto no qual houve a reinserção brasileira nos fluxos internacionais de capital, contribuiu fortemente para a seleção de estratégias externas de realização de aplicações de alto risco, alta rentabilidade e pouco vinculados à área produtiva, estes sim aqueles necessários a um combate *ex-ante* e, portanto, eficaz aos riscos associados aos novos fluxos voláteis de capital. Essa vinha sendo uma sinalização perigosa dada a partir da política de juros excessivamente elevados praticada não só naquele momento inicial mas ao longo de toda a primeira metade da década. Tal fato, nem sempre lembrado com a devida atenção, representaria, no entanto, um evento crítico para toda economia que, como veremos, teria ampliado seu endividamento externo com grande rapidez. A simples razão é que a manutenção de baixas taxas de investimento produtivo poderia ser um indício de que o país provavelmente não iria dispor, no futuro, de uma oferta suficiente de bens exportáveis e, portanto, de divisas caso houvesse uma reversão dos fluxos financeiros.

⁵⁰ Como será discutido no terceiro capítulo, deve-se destacar que mesmo os maiores fluxos de investimentos externos diretos após 1996 não garantiam a retomada substantiva do crescimento.

brasileira da chilena e da colombiana, que, ao se mostrarem bem sucedidas na realização das reformas específicas essenciais, mostrariam ser possível aos demais países da América Latina conduzir ao encontro dos interesses nacionais a presença do capital financeiro externo.⁵¹ Somado a estes deveria ser sublinhado o fato de que a reinserção brasileira nos fluxos financeiros internacionais dar-se-ia num momento nitidamente recessivo, o que constituiria mais uma evidência de que tais fluxos não teriam sido determinados naquela ocasião por qualquer política interna que visasse a retomada do processo de crescimento sustentado.

Feitos os comentários sobre as características gerais do processo de liberalização cambial brasileiro, buscaremos agora apreender os argumentos da visão em foco sobre como vinha se dando a interação entre as variáveis câmbio e juros na nova dinâmica financeira internacional, bem como quais as implicações dessa interação sobre a autonomia da política monetária para promoção do crescimento.

De acordo com a análise de TITELMAN e UTHOFF (1994), a abundância de capitais externos levaria as autoridades oficiais da América Latina a tentar conduzir a política econômica com o fim de alcançar quatro objetivos básicos: manter estáveis as entradas de capitais externos; sustentar uma taxa de câmbio que estimulasse a competitividade da economia; manter a estabilidade dos agregados monetários (supondo que assim seria evitada uma pressão sobre os preços); e, canalizar a poupança externa para investimentos produtivos, complementando (e não substituindo), a poupança interna. Sabendo, no entanto, que a concretização de todas essas metas ao mesmo tempo poderia ser algo muito complexo para uma economia periférica, seria preciso discernir três níveis de intervenção possíveis na tentativa de compatibilizá-los.

Assim, um primeiro possível nível de intervenção surgiria no mercado de divisas com o fim de se evitar ou atenuar o impacto da apreciação da taxa de câmbio sobre o comércio exterior. Nesse caso, a intervenção se faria por meio de um acúmulo de reservas internacionais pelo Banco Central, mas, em contrapartida, seriam geradas conseqüências no mercado monetário, uma vez que o crescimento da base monetária decorreria do aumento das reservas para o controle da taxa de câmbio. Desse modo, alegando-se que tal crescimento da base monetária poderia gerar impactos não desprezíveis sobre o nível de preços, seria preciso acrescentar um segundo nível de intervenção que

⁵¹ Para uma análise mais detalhada das diferentes experiências de ajuste prévias à entrada de capitais externos, veja TAVARES (1993).

evitasse que a queda na taxa de juros doméstica, resultante da expansão dos meios de pagamento, comprometesse a sustentação das captações externas.

Nesse segundo nível, relativo à atuação do Banco Central no mercado monetário, a intervenção seria destinada a isolar o estoque da base monetária da pressão de crescimento imposta pelas reservas aumentadas. Em outros termos, as autoridades optariam por uma política de esterilização, através das operações de mercado aberto, ao invés de deixar o estoque de moeda flutuar passivamente em resposta à variação das reservas. Tudo isso para que fosse possível conciliar os objetivos de controle do câmbio com o de controle monetário, evitando-se que o ajuste, em tese, se desse através dos preços, da taxa de juros ou do aumento excessivo dos déficits comerciais.

Quanto a um terceiro nível de intervenção, este certamente poderia ocorrer visando uma melhor regulação do tipo de abertura da conta de capital. Vale dizer, tal atuação poderia se dar para influenciar a composição das entradas de capital, estimulando a afluência de recursos de prazos mais longos (mais coerentes com os objetivos de crescimento), evitando com isso a dependência excessiva de capitais voláteis. Para tal finalidade certamente deveriam ser efetuadas não só medidas na área tributária que elevassem a atratividade do mercado brasileiro, mas principalmente medidas fiscais ativas, como por exemplo um amplo programa de investimentos em desobstrução de gargalos e infraestrutura coordenado pelo Estado.

Sublinhada a seqüência de intervenções possível em contexto de abundância de capitais de curto prazo, deve-se frisar que nos casos onde os níveis de atuação se restringiriam à combinação dos dois primeiros (como no caso do Brasil), tornar-se-ia muito provável o surgimento de um *trade-off* entre os objetivos listados. Mais especificamente, quando a atuação “esterilizadora” no mercado monetário sucedesse a acumulação de reservas para uma defesa parcial do câmbio real (dadas as hipóteses assumidas quanto aos impactos sobre os preços), seria elevada a possibilidade de não conciliação dos objetivos de estabilização, promoção do crescimento econômico e dinamização ou preservação dos saldos comerciais.

Na verdade, o conflito surgiria porque a eficácia da tentativa de isolar os agregados monetários da grande afluência dos capitais (para inibir a retomada da inflação, segundo a visão dos gestores da política econômica) evitaria, na prática, uma baixa da taxa de juros condizente com o objetivo de retomada substantiva do investimento e do crescimento. Mais do que isso, essa

impossibilidade de baixa da taxa de juros, em contexto de inflexibilidade das receitas fiscais, impediria a queda sensível do grande diferencial existente com relação às taxas internacionais e, portanto, estimularia novas entradas de recursos que pressionariam por novas intervenções. Reposta essa “necessidade”, o Banco Central novamente se encarregaria da esterilização dos efeitos monetários com expansão da dívida pública interna e seria mantida uma restrição ao crescimento imposta pelo nível da taxa de juros.

Assim, sem prévio controle do tipo de capital entrante e na ausência de graus de liberdade para uma ação fiscal e monetária muito mais ativa, ficaria estabelecida uma contradição entre os objetivos de maior crescimento econômico e preservação dos saldos comerciais, de um lado, e estabilização dos agregados monetários e preços (na visão dos *policy makers*), de outro. Tudo isso porque, como deve ter ficado claro, a abertura financeira sem prévias reformas (financeira, fiscal e de controle de capitais) atrai desmesuradamente os capitais mais voláteis, tornando impraticável o controle rígido e simultâneo das taxas de juros e de câmbio.

Obviamente, o que está acima anotado não significa que um país, mesmo tendo incorrido no risco evitável de atrair uma proporção bastante elevada de capital volátil, não possa, numa fase posterior, melhorar suas condições de financiamento externo. Sem dúvida alguma, eventos como as grandes privatizações poderiam ser peças fundamentais para tal melhora, seja porque atraem maiores volumes de investimento externo direto, seja porque podem, em tese, ser destinadas a um alongamento significativo do perfil da dívida pública capaz de atenuar a pressão altista da taxa de juros (fato que poderia ser interpretado como um avanço em termos da restrição fiscal ao crescimento vista no capítulo anterior).⁵² Não obstante, também é correto que enquanto a parcela mais substancial destas não fosse realizada, e esta foi a realidade observada no Brasil até o final de 1997, persistiriam com grande força as amarras ao crescimento com origem na política monetária.

Feito esse lembrete, prosseguimos sublinhando que além da imposição de uma restrição ao crescimento pela rigidez à queda da taxa de juros, o crescimento acelerado do passivo de curto prazo do setor público constituiria a segunda importante conseqüência a ser examinada da baixa autonomia da política monetária nacional face à primazia dos objetivos inflacionários nesse contexto. Em poucas palavras, de acordo com os objetivos e necessidades de intervenção vistos, o problema

⁵² Deve ser destacado, porém, que as privatizações podem não garantir o alongamento do perfil da dívida pública. Como a taxa de juros interna vem se mantendo em patamares elevados, gerando tendência de crescimento do componente financeiro do déficit público, ainda seria muito questionável a hipótese de uma contribuição fiscal das privatizações.

residiria no seguinte fato: com diferenciais de juros bastante elevados, a entrada contínua de recursos do exterior obrigaria amplas e seguidas esterilizações no mercado cambial para que fosse impedida a tendência de valorização ininterrupta da taxa de câmbio. Assim, mesmo que seja desejada e tolerada inicialmente uma certa deterioração dos saldos comerciais a partir da valorização cambial (dada a prioridade do compromisso anti-inflacionário), as autoridades seriam impelidas, mais cedo ou mais tarde, a voltar a acumular reservas continuamente para que a valorização cambial e a deterioração das contas externas não excedessem limites críticos que pudessem comprometer a própria inserção financeira.

A pressão para expansão do passivo público de curto prazo surgiria, então, porque, na ausência de fontes de financiamento de longo prazo, a intervenção no mercado monetário (para inibir o crescimento dos meios de pagamento) obrigaria o lançamento incessante de títulos de dívida de curto prazo.⁵³ No entanto, uma vez que as taxas que remuneram as reservas internacionais seriam estruturalmente inferiores às taxas de juros internas, seriam estabelecidos ritmos superiores de crescimento dos encargos público de curto prazo face aos ganhos obtidos com a aplicação das reservas internacionais. Tais ativos, na verdade quase-moedas, formariam a base para o risco latente de fuga em massa do real a partir de qualquer perturbação externa (COUTINHO e BELLUZZO, 1996: 144-145; BATISTA, 1996).

Listados os problemas de inconsistência dinâmica advindos do compromisso de se promover a rápida estabilização em contexto de baixa autonomia da política econômica nacional, vejamos agora de que forma a experiência recente de implementação do plano de estabilização refletiu na prática estes últimos apontamentos. Em outros termos, vejamos como as evidências confirmam a afirmação de que o desajuste fiscal-financeiro (ou seja, a vista restrição fiscal ao crescimento) teria sido potencializado pela política anti-inflacionária, dada a manutenção das precárias condições do financiamento do setor público brasileiro.

Os dados das tabelas 2.6 corroboram claramente a afirmação de que a esterilização dos impactos monetários das operações cambiais contribuiu continuamente para a expressiva e veloz expansão da dívida mobiliária federal. Não seria por outra razão, portanto, que, ao longo do período 1994/96, apenas no momento que seguiu a introdução do plano de estabilização tenha sido registrada uma estabilização do estoque dessa dívida, quando as autoridades abdicaram em grande parte da

⁵³ Tal fato obviamente deriva da continuidade do padrão de financiamento da dívida pública herdado da década anterior.

intervenção no mercado de divisas a fim de permitir uma apreciação significativa do Real. Assim sendo, não obstante à presença de outras fontes que pressionaram a expansão da dívida (como a assistência financeira aos bancos), fica evidente pelos dados que seu rápido crescimento (122% entre junho de 1995 e junho de 1996) deve ser atribuído principalmente àquela política de acumulação de reservas.

Outra consequência adversa dessa esterilização foi, sem dúvida alguma, a deterioração dos resultados fiscais dado o peso do componente financeiro da despesa pública e outros fatores.⁵⁴ Como mostra Batista (1996), foi verificada uma diminuição do superávit primário de 5,16% do PIB, em 1994, para 0,37% do PIB em 1995.⁵⁵ Dado esse resultado, vale enfatizar mais uma vez que, sendo elevado o diferencial de juros e insuficientes os resultados da tentativa de alongamento do perfil do endividamento público, a elevação do passivo de curto prazo seria o resultado inevitável, mesmo considerando os ganhos de arrecadação com a significativa recuperação da atividade no período junho/dezembro de 1994. Mantidas essas condições estaria posta, então, uma armadilha para a política econômica, ou seja, déficits fiscais e endividamento público crescentes seriam as contrapartes de um ciclo vicioso. Em poucas palavras, na ausência de bases fiscais mais sólidas no momento da implementação e durante a condução do plano de estabilização, a sobreutilização da abertura e âncora cambial como política anti-inflacionária, paulatinamente, mostraria seus efeitos perversos.

Todos esses fatos apontariam, então, para conclusões opostas àquelas vistas na seção anterior no tocante ao nível e à perspectiva de redução da vulnerabilidade externa. A acumulação de reservas internacionais não constituiria garantia contra ataques especulativos porque a expansão proporcionalmente maior dos ativos domésticos de alta liquidez – dados o elevado nível da taxa de juros interna e seu significativo diferencial externo – elevaria significativamente os riscos de fuga de capitais a partir de perturbações nos mercados financeiros internacionais.⁵⁶ Assim, tomar-se-ia cada vez maior a possibilidade de ocorrência de ataques especulativos contra a moeda nacional. O avanço da dívida mobiliária federal como proporção das reservas – que saltara de 153,7% em junho de 1994 para 262% em apenas dois anos (tabelas 2.6 e 2.7) – seria, então, como relata BATISTA (1996), um

⁵⁴ Referimo-nos, na verdade, aos efeitos sobre as finanças públicas da recessão verificada em 1995 para reequilibrar o Balanço de Pagamentos, tema este que será tratado na sequência.

⁵⁵ "Nesse período, a carga de juros mais sobre as dívidas internas e externas aumentou de 3,82% do PIB para 5,36%. Assim, o resultado operacional do setor público passou de um superávit de 1,34% do PIB em 1994 para um déficit de 4,99% em 1995, um aumento do déficit equivalente a nada menos que 6,3% do PIB em apenas um ano!" (BATISTA, 1996: 160).

⁵⁶ Sobre pareceres de investidores externos atentos à evolução da liquidez doméstica e aos montantes dos financiamentos veja, por exemplo, artigo do jornalista Celso Pinto, Folha de São Paulo 14 de agosto de 1997.

melhor indicador da fragilidade externa comparado apenas à evolução das reservas ou mesmo à relação reservas/importações.⁵⁷

Estaria firmada, portanto, uma posição que não recomendaria a elevação das reservas como forma de combater aquela fragilidade externa. Como se viu, diante do quadro de restrição à baixa das elevadas taxas de juros, inflexibilidade das receitas fiscais e perfil de endividamento público de curto prazo, a elevação das reservas apenas serviria para postergar o problema e potencializar os riscos no futuro se fossem mantidas aquelas bases. Prova disso seria a evolução do passivo externo de curto prazo⁵⁸ que já em 1994 atingia US\$ 33 bilhões ou 83% das reservas, conforme os dados da tabela 2.7

Em suma, de acordo com a visão aqui exposta, nem um novo ciclo de crescimento, tampouco a estabilização estariam garantidos. Dados os mecanismos de transmissão câmbio-juros estabelecidos em contexto de grande afluência de capitais “especulativos” e perfil de financiamento de curto prazo do Estado, as necessidades repostas de intervenção para garantir em pouco tempo a estabilização dos preços acabariam gerando a rigidez à queda da taxa de juros e a expansão crítica da liquidez doméstica.

Enfim, pela via das relações financeiras estabelecidas, estariam em atuação, de um lado, alguns entraves ao crescimento (a rigidez à queda da taxa de juros) e, de outro, outras fontes de incremento de vulnerabilidade externa (o aumento significativo da liquidez doméstica). Isto significa que, dadas a baixa autonomia da política monetária e a permanência das condições adversas de rolagem da dívida pública (ou seja, a permanência das mesmas condições básicas que teriam trazido o hiato fiscal na década anterior), a superação do hiato de investimentos poderia não estar tão assegurada quanto supunham os autores da visão tratada anteriormente.

Postos os argumentos da visão que enfatiza, nesse contexto, a baixa autonomia da política econômica como crucial ameaça à realização das previsões vistas na seção 2.3, passemos agora à síntese da posição desses autores no que tange ao comportamento recente do Balanço de

⁵⁷ Essa análise, sem dúvida alguma, indica que a volatilidade dos capitais externos e o avanço da liquidez doméstica trazem a necessidade de se substituir os antigos indicadores de risco cambial. Vale dizer, dado esse novo contexto, já não seria mais razoável identificar, como nos 80, uma eventual posição de risco cambial como sendo uma situação apenas de incapacidade de acumulação de reservas internacionais (TEIXEIRA, 1991). Como vimos, nesse quadro, a acumulação de reservas, além de não significar necessariamente uma posição de baixo risco, pode até mesmo representar o seu oposto.

⁵⁸ Corresponde à soma da dívida externa líquida com a carteira de ativos dos investidores estrangeiros (anexo iv).

Pagamentos. Em resumo, vejamos de que forma as novas posições acerca desse tema também problematizam as perspectivas mais otimistas sobre a redução da fragilidade externa e eliminação de entraves ao crescimento. Iniciemos nossa análise buscando descrever como a trajetória das transações correntes, ao elevar a dependência por capitais voláteis até o período analisado, acabou potencializando os *trade-offs* de política econômica obrigando a sobreutilização da âncora cambial.

Obviamente, a análise do comportamento das contas externas deve levar em conta, em primeiro lugar, a trajetória descrita pela taxa de câmbio ao longo de certo período que antecede o início do plano de estabilização. Nesse sentido, de acordo com Batista (1996), vinha ocorrendo antes da reforma monetária uma gradual, porém significativa, valorização cambial. Como mostram os dados da tabela 2.4, a valorização acumulada da taxa de câmbio real efetiva atingiu 25% entre 1987 e 1994, segundo as estimativas do autor.

A essa trajetória veio somar-se, entre julho e dezembro de 1994, um movimento de intensa apreciação da nova moeda determinado tanto pela chamada inflação residual, quanto pela diminuição das intervenções esterilizadoras do Banco Central no mercado de divisas condizente com as metas anti-inflacionárias.⁵⁹ Portanto, em virtude desses fatos e da intensificação da redução tarifária já tratada, tem-se um quadro onde a expressiva e rápida redução das taxas inflacionárias compatibilizava-se com a reativação significativa das taxas de crescimento das importações e do produto agregado (13,6% anualizados entre julho de 1994 e março de 1995 segundo o IBGE).⁶⁰

Na verdade, dados aqueles fatores (estabilidade de preços, valorização cambial e abertura comercial) em contexto de retomada do crescimento da demanda, a deterioração da conta comercial brasileira ocorria com velocidade assustadora (tabela 2.5). Em apenas cinco meses, o saldo comercial mensal passara de um superávit de US\$ 1,3 bilhão (maio, junho e julho de 1994) para um déficit de US\$ 409 milhões (novembro) e US\$ 809 milhões (dezembro de 1994), sendo, obviamente, o crescimento das importações a principal causa desse comportamento.

⁵⁹ Segundo BATISTA (1996), enquanto a taxa nominal de câmbio em relação ao dólar apreciou cerca de 15% entre julho e outubro de 1994, a taxa real bilateral em relação à mesma moeda (deflacionada pelo IPC) valorizou cerca de 30% entre julho e dezembro de 1994, dada a inflação residual brasileira.

⁶⁰ Como não houve contracionismo efetivo por parte da política fiscal, a necessidade de se evitar um sobreaquecimento capaz de por em risco a incipiente estabilização ficou a cargo da política monetária que, ao manter elevadas as taxas de juros, reforçou o crescimento das entradas de capital e a intensificação do processo de ancoragem cambial.

A partir de dezembro, no entanto, a crise mexicana vinha agravar ainda mais essa situação ao introduzir outras fontes de deterioração dos resultados do Balanço de Pagamentos. Isto deve ser exposto, no entanto, ressaltando-se que a fragilização das transações correntes no primeiro semestre de 1995 deve ser atribuída principalmente aos resultados comerciais que pouco tinham que ver com a crise do México. Na realidade, o saldo comercial acumulado no primeiro semestre desse ano foi negativo no valor de US\$ 4 bilhões, quando as exportações cresceram moderadamente e as importações quase dobraram em relação ao mesmo período do ano anterior. Ainda tendo como referência o primeiro semestre de 1994, chega-se a constatação de que a inversão do saldo acumulava US\$ 11 bilhões em apenas 1 ano.

Quanto ao comportamento da conta de serviços, observou-se também uma ampliação dos resultados negativos embora em menor proporção. Dada a elevação das despesas com juros (em função da crise mexicana), o aumento da remessa de lucros e viagens ao exterior, o déficit nessa conta passou de US\$ 6,6 bilhões (no primeiro semestre de 1994) para US\$ 9,7 bilhões (no primeiro semestre de 1995). Portanto, o superávit de US\$ 1,4 bilhão em transações correntes transformou-se num déficit de US\$ 11,9 bilhões em apenas um ano. Tal valor correspondia a 55% das exportações, 4,2% do PIB ou, como lembra Batista (1996), 2/3 do desequilíbrio mexicano gerado ao longo de 7 anos.

A partir de julho de 1995, no entanto, após o término do período crítico de instabilidade internacional e a partir da adoção das medidas internas de contenção da demanda, começaram a ser gerados resultados não desprezíveis nas áreas comercial e financeira. Restaurado o saldo positivo em torno de US\$ 1 bilhão no semestre, foi possível reduzir para US\$ 5,9 bilhões o déficit em transações correntes nesse período, um valor correspondente à metade do observado no semestre anterior. Como a resposta da conta de capital foi muito mais intensa, já a partir daquele mês a entrada líquida de recursos superou o déficit em conta corrente e o país voltou a acumular reservas totalizando, no final desse ano, um estoque superior ao de novembro de 1994 em cerca de US\$ 6 bilhões.

Dado o início de uma nova fase de acumulação de reservas, os riscos da permanência de sucessivos e elevados déficits comerciais mais uma vez seriam atenuados pelo governo dadas as prioridades assumidas. De fato, aquela recuperação das contas externas serviria concretamente não aos objetivos de se rever a estratégia da abertura ou promover ajustes na política cambial, mas para

viabilizar uma gradual redução das taxas de juros verificada já a partir de março de 1995 (tabela 2.8). Os efeitos dessa estratégia, no entanto, limitaram-se à retirada da economia da rota recessiva.

Mais até do que a volta modesta do crescimento, contornada a crise do México, os *policy makers* comemoravam o fato de que essa restauração do ritmo de crescimento, através da política monetária, não teria gerado grandes ameaças ao equilíbrio do Balanço de Pagamentos em curto período. Vale dizer, as previsões mais otimistas, segundo seus defensores, não estariam em xeque uma vez que a citada acumulação de reservas e a restauração do crescimento, não tendo gerado o comprometimento da abertura, pareciam indicar que aquela crise não passara de um distúrbio localizado incapaz de comprometer a atuação das forças motoras do crescimento no longo prazo.

Ainda quanto às lições extraídas da crise do México, deve-se enfatizar que certamente não eram as mesmas as conclusões dos demais autores em questão. Se bem que houvesse concordância quanto ao fato de que aquela crise financeira teria atenuado as perspectivas de crescimento no curto prazo (no primeiro semestre de 1995), para concluir o oposto para o longo prazo seria necessário admitir, como vimos, que os fundamentos da política econômica estariam caminhando para um ajustamento ao longo do tempo. Isto, no entanto, não era o que vinha acontecendo segundo tais autores. Na verdade, as ameaças à efetivação do novo ciclo de crescimento estariam dadas não apenas devido aos riscos inerentes à dinâmica cíclica dos mercados financeiros internacionais e ao desajuste fiscal-financeiro interno, mas ao próprio comportamento do Balanço de Pagamentos que havia registrado, em tão curto período, limites perigosos de déficits externos.

A propósito dos patamares acumulados da fragilidade em transações correntes, é relevante observar (tabela 2.9) que mesmo após a reversão parcial dos resultados negativos a partir de julho de 1995, o valor anualizado do déficit em transações correntes encerrou o ano atingindo níveis anteriormente considerados críticos pelos próprios autores tratados na seção anterior (2,9% do PIB). Nesse sentido, e ainda quanto aos riscos, vale lembrar que a intensa velocidade com que foi produzida a deterioração comercial entre julho de 1994 e março de 1995 certamente indicava que, nesse contexto de abertura e valorização cambial acumulada, seria grande a possibilidade de rápida superação daqueles níveis toleráveis de déficit externo no caso de uma restrita elevação das taxas de crescimento.

Assim sendo, para analisar o grau de consistência das posições expostas na seção anterior seria necessário investigar mais a fundo seus argumentos acerca das perspectivas de redução da vulnerabilidade externa. De fato, apenas se fosse realmente comprovada a possibilidade de contenção ou redução dessa fragilidade externa, através da adequação dos fundamentos cambiais (do acerto da política cambial) face aos ganhos de eficiência produtiva, seria plausível supor que uma reativação mais significativa do crescimento não colocaria o Balanço de Pagamentos novamente em trajetória capaz de trazer maiores ameaças à própria inserção financeira.

Em poucas palavras, para supor naquele momento que um ritmo maior de crescimento seria compatível com equilíbrio externo sem a potencialização dos riscos de fugas de capitais, seria necessário comprovar que a contenção ou redução dos déficits comerciais aconteceria inevitavelmente. Ademais, a própria lentidão da retomada do investimento impediria que a reversão dos resultados negativos se desse, nesse curto prazo, pela via mais positiva, ou seja, através de uma profunda elevação das vendas ao exterior.

Admitindo também que os dilemas advindos dos mecanismos de transmissão câmbio-juros levariam a elevação da precariedade da inserção financeira – ao elevar demasiadamente a liquidez interna e o valor bruto das necessidades de financiamento externo – tem-se, então, que somente uma reversão expressiva dos resultados em transações correntes poderia atenuar o aumento desses riscos tomando possível a restauração do crescimento sem o comprometimento da estabilização. Dados também os insuficientes esforços no combate ao componente financeiro do déficit público e a citada lentidão da retomada do investimento, conclui-se que aquela compatibilidade teria alguma chance de ocorrer, por sua vez, apenas se fosse plausível supor que o comportamento do câmbio não estaria neutralizando os ganhos de eficiência advindos dos alardeados aumentos de produtividade.

Em síntese, a comprovação da adequação dos patamares praticados da taxa de câmbio face às transformações da economia real poderia, senão reverter, ao menos compensar em parte a evolução da precarização da inserção externa dada pelo incremento dos riscos inerentes à ancoragem cambial. Apenas essa adequação poderia tornar compatível a sobrevida da estabilização com equilíbrio externo e elevação dos ritmos de crescimento, esta última uma condição necessária à conquista de um objetivo estratégico, qual seja o alongamento do perfil da dívida pública (possível apenas em contexto de queda da taxa de juros). Portanto, naquele contexto, somente a reversão

parcial da fragilização ocorrida no lado “real” da economia poderia mitigar o incremento dos riscos financeiros, diminuindo a intensidade do *trade-off* instaurado entre crescimento significativo e estabilidade monetária.

Enfatizada a necessidade de comprovação da adequação dos fundamentos cambiais para o futuro do programa de estabilização e para a solidez das previsões dos autores tratados na seção 2.3, vejamos agora como as posições dos demais autores lançam sérias dúvidas sobre a ocorrência de tal adequação. Em poucas palavras, vejamos porque os indicadores de produtividade não bastariam para conferir sustentação ao argumento da adequação dos níveis praticados de taxa de câmbio.

Os argumentos a esse respeito estão divididos em dois blocos. Num primeiro, procura-se demonstrar a deficiência metodológica dos indicadores de produtividade como fator que torna duvidosa a conclusão sobre o acerto dos níveis praticados da taxa de câmbio. O aspecto mais fundamental ressaltado por essa visão, no entanto, reside no segundo bloco da argumentação, onde é sublinhado que mesmo o avanço intenso da produtividade não implicaria necessariamente em dinamização das taxas de crescimento e das exportações, vale dizer, não justificaria os patamares valorizados da taxa de câmbio.

Quanto à adequação dos indicadores da Pesquisa Industrial Mensal do IBGE (tabela 2.10), que apontavam ganhos de produtividade da ordem de 7% ao ano no período 1990/95, argumenta-se que estes não serviam como justificativa para a apreciação cambial acumulada. Na verdade, o método de cálculo da produtividade em questão – obtido pelo índice do valor bruto da produção em relação às horas pagas – seria inadequado para medir o aumento da eficiência produtiva no período porque traria, por uma série de fatores, uma forte “superestimativa” desses ganhos.⁶¹

⁶¹ Mais especificamente, o viés atribuído aquele indicador surgiria porque o aumento expressivo do valor bruto da produção – o numerador desse índice – não refletiria exclusivamente ganhos de eficiência numa conjuntura de abertura comercial e reestruturação das empresas. De fato, em contexto de intensificação da abertura, a elevação das importações de insumos e componentes deslocaria a produção interna e reduziria o valor agregado doméstico sem que isso fosse captado pelo total do valor da produção. Além disso, dado que o ajuste das empresas havia promovido a redefinição e redução das áreas de atuação das empresas, bem como a terceirização de boa parte da produção, seria certo que a transferência de parcelas da linha de produção e de pessoal não teriam sido computadas por aquele indicador, uma vez que este baseia-se no painel de informantes do defasado censo industrial de 1985.

Assim, através do uso do valor bruto da produção como numerador do índice da produtividade, “[...] pode-se estar computando numa unidade produtiva o que era anteriormente sua produção intermediária e que eventualmente tenha sido transferido para outra unidade produtiva, ou talvez substituída por produtos importados, superestimando, portanto, o seu produto” (CONSIDERA e VALADÃO, 1995: 35). Além disso, continuam os autores, como na mensuração do emprego também não se identifica o efeito do deslocamento de postos de trabalho para outras unidades produtivas não pertencentes ao painel de informantes da pesquisa, o nível de emprego auferido é subestimado, contribuindo ainda mais para o superdimensionamento da produtividade. Outro indício de distorção inerente a tal indicador é trazido por CASTRO (1996). Tal

No que diz respeito ao segundo conjunto de argumentos dessa visão quanto à adequação da política cambial, é explicitado o aspecto mais fundamental desse debate lançando de início algumas perguntas. Em primeiro lugar, por que as exportações brasileiras não aumentaram no período como as de outros países com desempenho de produtividade inferior ao nosso? Mais do que isto, por que o Brasil perdeu fatias do mercado internacional nesse período (tabela 2.14)? Por fim, por qual razão nosso país não cresceu mais que outros países que elevaram a produtividade em menor intensidade?

Segundo tal conjunto de autores, para avaliarmos as perspectivas de inversão dos déficits comerciais e crescimento econômico não seria suficiente atentarmos apenas para um indicador agregado de eficiência produtiva. Sem dúvida alguma, o máximo que esse indicador poderia fornecer seria uma contribuição para a estimativa da evolução da **rentabilidade**⁶² do produtor doméstico, fato que nos restringe ao aspecto microeconômico da questão da competitividade.

Explicando melhor, *“(a)lém dos fatores sistêmicos favoráveis como câmbio adequado, custo de capital de giro reduzido e infra-estrutura eficiente, a competitividade depende de certas características da estrutura empresarial⁶³, particularmente da capacidade de inovação em empresas com estratégias agressivas de conquista de mercados ou da competência de redes de pequenas e médias empresas na ocupação de nichos de mercado. Os ganhos de produtividade*

autor aponta que teria ocorrido no período recente uma forte alteração dos preços relativos de bens de capital e custos do trabalho, onde a indexação salarial e o aumento dos preços dos *non-tradables* teriam elevado os custos do trabalho simultaneamente ao barateamento dos bens de capital dada a abertura e a apreciação cambial. Dados esses fatos, obviamente estaria sendo estimulada a adoção de técnicas poupadoras de mão-de-obra, o que nos levava a acreditar que o produto de cada unidade industrial talvez não tenha sido elevado na magnitude que indica a relação valor bruto da produção/horas pagas.

Postas estas observações, ficaria em aberto a seguinte questão: Será que esses aumentos de produtividade, descontados os problemas metodológicos, seriam expressivos a ponto de impedir a instauração de um viés anti-exportador trazido pela apreciação cambial? A esse propósito, estudos baseados em diferentes metodologias fornecem elementos que apontam a negativa como resposta mais plausível. É isso pelo menos o que se pode depreender da análise de PACHECO (1997), onde utilizam-se aproximações para o cálculo do valor adicionado e emprego com base em dados de natureza fiscal (Guia de Informação e Apuração do ICMS). Como mostram as tabelas 2.11 a 2.13, os ganhos de produtividade para a indústria de material de transporte, mecânica e têxtil, com base nessa metodologia, seriam expressivamente inferiores àqueles vistos.

Ainda quanto às distorções inerentes ao indicador, é preciso ressaltar, por fim, que SALM *et alii* (1997) apontam conclusões mais otimistas quanto a tais ganhos de produtividade sem, contudo, desconsiderar a presença de tais distorções. No entanto, dado que esse aspecto representa apenas a parte menos importante do argumento dos autores menos otimistas, centremos mais as atenções na segunda parte da argumentação.

⁶² Obviamente, para a mensuração da evolução da rentabilidade exportadora e proteção ao produtor doméstico, aspectos como a proteção tarifária e evolução cambial também devem ser considerados.

⁶³ Ou seja, destaca-se aqui a importância da investigação da articulação entre os condicionantes empresariais, estruturais e sistêmicos da competitividade, questão já apresentada no primeiro capítulo. Para uma análise aplicada que segue essa metodologia, veja COUTINHO E FERRAZ (1994).

são na verdade o resultado destas estratégias, conforme a interpretação correta da 'Lei Kaldor-Verdoorn'. Esta lei relaciona crescimento das exportações, ganhos de escala e aumentos de produtividade, dando origem a um círculo virtuoso" (COUTINHO e BELLUZZO, 1996: 148).

Como se vê, nessa perspectiva teórica inverte-se a relação de causalidade proposta por FRANCO (1996). Não seria verdadeiro que os esforços individuais de melhora de eficiência trariam necessariamente a conquista de fatias dos mercados externos. Ao contrário, seria a articulação adequada das dimensões estruturais, empresariais e sistêmicas da competitividade que premiariam as estratégias vencedoras possibilitando ganhos de escala e ganhos de eficiência.

Contestadas, de um lado, a hipótese de que os ganhos de produtividade justificariam a apreciação cambial e, de outro, a interpretação de que este indicador possui a propriedade de retratar a capacidade de crescimento das exportações (para uma necessária contenção dos déficits comerciais), façamos agora um breve balanço sobre a possibilidade de existência de um viés anti-exportador dado pela política econômica.

Para investigar a ocorrência de tal viés, seria preciso, em primeiro lugar, retomar alguns apontamentos do primeiro capítulo, mais especificamente a contribuição de SARTI (1994). Lembremos que segundo tal autor, em função da existência de um diferencial de rentabilidade, nos anos 80 os exportadores tinham no mercado interno seu principal *locus* de acumulação. Esse fato, na verdade, seria o gerador de um notável comportamento anti-cíclico das exportações, ou seja, assistia-se tanto um aumento das exportações nos momentos de redução da demanda interna, como uma redução destas nas fases de crescimento acentuado.

Assim sendo, seria certo que os elementos geradores de tal diferencial de rentabilidade – a substantiva proteção ao produtor doméstico – ao induzirem esse comportamento das exportações, acabariam promovendo a redução da importância da taxa de câmbio como sinalizadora fundamental dos fluxos de comércio e dos investimentos em *tradeables*. Em outros termos, devido à elevada rentabilidade do mercado interno, instalava-se um *trade-off* entre o crescimento das exportações e crescimento da renda interna mesmo que as alterações da taxa de câmbio nominal tentassem induzir esse aumento das vendas no exterior.⁶⁴

⁶⁴ Não se deve perder de vista que boa parte das alterações do câmbio nominal eram neutralizadas pela própria política de elevação das margens de lucro que estava na origem da aceleração do processo inflacionário.

Pois bem, relatada a existência desse *trade-off* nos anos 80, algum observador poderia perguntar: será que após a abertura da economia nos anos 90 não teria sido eliminado aquele viés anti-exportador nos momentos de crescimento? Será que, eliminado o diferencial de rentabilidade, as empresas sediadas no Brasil não partiriam para uma estratégia mais agressiva de conquista de mercados externos?

Para responder a essas perguntas deve ficar claro, de início, o seguinte ponto: é muito provável que a rápida e genérica abertura nos anos 90 tenha gerado, através da ampla redução da proteção à indústria nacional, uma significativa redução daquele diferencial de rentabilidade. Aliás, isso deve mesmo estar ocorrendo, pelo menos é o que parece indicar a expressiva queda dos *mark-ups* (tabela 2.15) nos anos 90 relatada no trabalho de MOREIRA e CORREA (1997).

No entanto, deve-se tomar cuidado com conclusões apressadas a respeito da eliminação do viés anti-exportador. O simples fato de que tenha havido redução do diferencial de rentabilidade não garante o desaparecimento desse viés. De fato, se é verdade que eliminando-se o diferencial de rentabilidade seria reduzido, em tese, o viés pró-mercado interno, também é certo que, eliminado este diferencial, restaurar-se-ia a crucialidade da taxa de câmbio como sinalizadora de rentabilidade e, portanto, dos fluxos de comércio e dos investimentos em *tradeables* e *non-tradeables*.

Isto significa, então, que diferentemente dos anos 80, na primeira metade dos 90, a valorização acumulada da taxa de câmbio teria, de um lado, estimulado continuamente a substituição da produção nacional e, de outro, desestimulado decisões de investimento nos setores exportadores. Vale dizer, teria sido restringida a primazia do mercado interno como fonte de acumulação dos exportadores, mas, ao mesmo tempo, pela maior capacidade de sinalização de rentabilidade pela taxa de câmbio, a apreciação da moeda nacional teria servido, tanto para introduzir um forte movimento de substituição da produção doméstica, como para desestimular investimentos em *tradeables*.

O viés pró-mercado interno, que subordinava o comportamento das exportações ao ciclo doméstico, poderia estar sendo, então, substituído por um viés pró-importações e pela introdução de restrições aos investimentos nos setores exportadores. Em suma, como no longo prazo o comportamento das exportações depende dos investimentos realizados nesses setores, seria equivocada a idéia de que teria sido eliminado o viés anti-exportações. De fato, parece que este teria

apenas mudado sua origem, ou seja, já não mais seria decorrência de um aspecto estrutural (diferencial de rentabilidade do mercado interno), mas sim da política cambial praticada.

Finalizada a exposição dos possíveis obstáculos ao combate da deterioração comercial, retornemos à discussão do indicador de produtividade frisando por quais razões este índice, mesmo sem as vistas distorções, seria incapaz de determinar a capacidade de crescimento econômico.

De acordo com BAUMOL e MCLENNAN (1985), a produtividade total dos fatores não seria um bom indicador para medir o desempenho de uma economia. Na verdade, esses autores lançaram tal hipótese depois de constatar que nos anos 60 havia sido registrado um desempenho superior da economia japonesa frente à dos EUA, muito embora tivessem sido muito semelhantes as taxas de crescimento da produtividade total dos fatores nesses países.

Segundo esses autores, a explicação óbvia para a disparidade dos desempenhos seria que a maior parte do sucesso japonês poderia ser atribuído à sua performance superior em termos de investimento. Aliás, a conclusão que chega tal estudo é de que cerca de três quartos do bom desempenho do Japão no crescimento da produtividade deve-se exclusivamente a esta fonte. Desse modo, seriam reforçadas as conclusões de COUTINHO e BELLUZZO (1996), ou seja, a evolução da produtividade não seria a causa do bom desempenho, mas o resultado da articulação virtuosa dos fatores sistêmico, empresarial e estrutural que certamente é acompanhada por significativos investimentos.

Outros estudos também apontam na mesma direção e, a esse propósito, merece algum destaque o trabalho de KALDOR (1966). Nesse texto o autor procura demonstrar que a taxa de crescimento do PIB eleva-se tanto mais, quanto maior for a taxa de crescimento do setor manufatureiro. Isto porque, o crescimento desse setor geraria impactos positivos sobre a produtividade do conjunto da economia, seja devido à transferência de mão-de-obra de outros setores para a indústria, seja devido à existência de rendimentos crescentes na indústria manufatureira. Assim sendo, seriam fortalecidas mais uma vez as mesmas conclusões. Os ganhos de produtividade seriam o reflexo do avanço industrial, seriam resultado da disseminação desse avanço para os demais setores da economia.

Em suma, postos esses argumentos, é questionada a posição dos autores vistos na seção 2.3 que aponta o avanço da produtividade como justificativa para a política cambial praticada no Brasil após o Plano Real. Como enfatizado pelos autores pertencentes à visão aqui exposta, além do fato de serem significativas as distorções trazidas pelo indicador usualmente citado, o avanço da produtividade não causaria necessariamente a expansão das exportações para a atenuação dos riscos da ancoragem cambial, nem mesmo implicaria em dinamização das taxas de crescimento. Dados esses apontamentos, não seria correto, então, afirmar que a reestruturação industrial tornaria adequado o patamar da taxa de câmbio. Ao contrário, como deve ter ficado claro, no contexto da afluência significativa de capitais e reduzida autonomia da política econômica, a redefinição da configuração macroeconômica é ela mesma produto do regime cambial e não o inverso, como prega FRANCO (1996).

Ainda a respeito da reestruturação industrial em curso, frisemos por fim, que não basta relatar simplesmente o avanço da produtividade, sendo necessária a investigação mais detalhada de seu alcance e de sua origem, se ela resultaria de distorções metodológicas, de ajustes recessivos (como parece ser em grande parte a situação brasileira da primeira metade da década de 90), ou do desenvolvimento do setor manufatureiro e do incremento do investimento. Na realidade, é fundamental essa distinção uma vez que apenas a terceira destas possíveis origens dos ganhos de produtividade estaria relacionada à dinamização das taxas de crescimento econômico, em geral, e à expansão das exportações, em particular. Em outras palavras, apenas uma investigação desse tipo poderia fornecer melhores elementos para se estimar a possibilidade de sustentabilidade do financiamento externo, do plano de estabilização, e, conseqüentemente, da verdadeira eliminação da restrição de divisas ao crescimento no longo prazo.

2.5- Conclusões

Dada a exposição realizada até aqui, destacamos como conclusão fundamental, de um lado, a precariedade de alguns dos argumentos vistos na seção 2.3 que apontam para o surgimento de um novo modelo de crescimento com redução da vulnerabilidade externa. Em segundo lugar, é necessário enfatizar que outra parcela dessa argumentação necessita de investigação empírica mais

abrangente. Vejamos, em primeiro lugar, a parcela das conclusões desse discurso considerada inconsistente.

De acordo com os argumentos anunciados na quarta seção, consideramos que não estariam asseguradas a estabilidade monetária e muito menos a instauração do novo ciclo de crescimento. Embora a análise completa das perspectivas de crescimento exija a realização de um balanço preliminar do que vem sendo anunciado como terceira onda de investimentos (objeto do terceiro capítulo), acreditamos que da parte da política econômica as perspectivas não são amplamente favoráveis. Como se viu, a ancoragem cambial com abertura foi um mecanismo amplamente eficaz para combater, pelo menos até o atual momento, o processo inflacionário. Porém, esse mesmo mecanismo, ao não ser precedido e acompanhado até 1997 por uma ampla reforma no perfil da dívida pública brasileira, acabou reduzindo os graus de liberdade para ação da política econômica na promoção do crescimento econômico ao mesmo tempo em que elevou os riscos de fuga de capitais a partir de eventuais distúrbios nos mercados financeiros internacionais.

Mais especificamente, por ter instaurado um perverso mecanismo de transmissão câmbio-juros, as opções de intervenção adotadas pelos *policy makers* – para combinar a continuidade dos fluxos externos de capitais com estabilidade dos meios de pagamento – acabaram por acentuar os *trade-offs* de política econômica ao mesmo tempo em que a abertura deteriorava rapidamente nossa posição em transações correntes, aumentando também por essa via nossa vulnerabilidade a choques externos. Se considerarmos, também em concordância com a visão exposta na quarta seção, que crises como a do México em 1994 e dos tigres asiáticos em 1997 não representam eventos isolados, ou seja, são inerentes à própria dinâmica dos mercados financeiros globalizados, conclui-se que há muito o que se fazer para minimizar a situação de risco que envolve a economia brasileira no atual momento. Dizendo de outro modo, mesmo reconhecendo que a ancoragem cambial com abertura tem sido um mecanismo eficaz para o sucesso inicial da estabilização, também é preciso admitir que os dilemas de política econômica e os riscos de ruptura do financiamento externo repõem constantemente tanto a ameaça do ressurgimento do hiato de divisas, como de manutenção de baixas taxas de crescimento no futuro próximo.

Do que está exposto, entretanto, não se deve deduzir que estejamos condenados inevitavelmente ao fracasso no que tange à redução da restrição externa e retomada significativa do crescimento, posto que, dadas as intensas transformações em processo na estrutura industrial e no

padrão de concorrência, surgem lacunas que devem ser melhor analisadas empiricamente, seja pelos defensores da atual estratégia de estabilização e promoção do crescimento, seja pelos seus críticos.

Uma primeira dessas lacunas a ser pesquisada diz respeito ao papel que as privatizações em curso podem desempenhar para a continuidade da política de financiamento do Balanço de Pagamentos e redução das inconsistências do plano de estabilização. De um lado, é correto que, ao atrair grandes volumes de investimento externo direto, as grandes privatizações anunciadas podem dar uma sobrevida à atual política de financiamento dos déficits em conta corrente. Também é verdadeiro que, se realizadas no momento oportuno, estas poderiam contribuir para reduzir em parte o perfil de curto prazo da dívida pública brasileira, contribuindo assim para atenuar uma inconsistência básica do plano de ancoragem cambial, qual seja o crescimento maior do passivo público face às reservas internacionais.

Não obstante, quanto à sustentabilidade do financiamento do Balanço de Pagamentos, é importante levarmos em conta que mesmo se for elevado o montante de investimentos externos diretos, vão sendo elevadas paulatinamente as pressões sobre a conta de serviços (juros da dívida externa, dividendos repatriados). Assim, uma vez que a fatia mais importante do programa de privatizações se concentra num pequeno número de empresas, torna-se por demais arriscado acreditar na manutenção dos fluxos de capitais do exterior como mecanismo equilibrador do Balanço de Pagamentos, ainda mais se levarmos em conta que o ajuste do lado das transações correntes sempre se processa com maior lentidão.

A segunda lacuna a ser melhor examinada diz respeito aos efeitos da nova configuração macroeconômica em termos de retomada dos investimentos e alteração dos coeficientes de importação e exportação. Quanto ao comportamento esperado dos gastos em capital fixo, se bem que se reconheça que em função da eliminação do quadro de crônica instabilidade macroeconômica possam surgir efeitos benéficos sobre o comportamento dessa variável, a baixa autonomia da política monetária discutida e as reduzidas⁶⁵ taxas de crescimento registradas no grande mercado brasileiro nos últimos anos nos levam a realizar, no capítulo final, um balanço preliminar e parcial do que vem sendo chamado de “terceira onda” de investimentos. No que diz respeito à antecipação do comportamento futuro das exportações e importações, sua realização depende da efetivação de uma

⁶⁵ De fato, na década de 90 o Brasil vem crescendo menos que a média das economias latino-americanas.

série de estudos setoriais que tratem mais de perto a hipótese do adensamento das cadeias produtivas e evolução da competitividade internacional da indústria brasileira.

Terminado o balanço do debate acerca da importância das transformações da primeira metade dos anos 90 (estabilização, abertura, globalização e privatização) como elementos suficientes para a reorientação da política econômica e superação das restrições ao crescimento herdadas da década anterior, passemos ao capítulo final desse trabalho. Em poucas palavras, vejamos algumas evidências do alcance da propagada terceira onda de investimentos. Faremos isto tanto com o fim de complementar e aprofundar o debate deste segundo capítulo, como para avaliar com mais precisão a possibilidade de superação do hiato de investimentos e dos elementos estruturais de restrição ao crescimento apresentados no primeiro capítulo (principalmente a estagnação do investimento nos setores exportadores).

Tabela 2.1

| Captação de recursos externos (1991/95) | | (em milhões de US\$) | | | | |
|--|-------|----------------------|-------|-------|-------|--|
| Disriminação | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | |
| Total | 11627 | 17791 | 32667 | 43073 | 53885 | |
| Investimentos | 1455 | 5188 | 15928 | 27214 | 28010 | |
| Em carteira | 760 | 3863 | 14971 | 21600 | 22559 | |
| Diretos | 695 | 1325 | 877 | 2241 | 3285 | |
| Fundos de renda fixa | - | - | 80 | 1434 | 211 | |
| Fundos de privatização | - | - | - | 1939 | 1955 | |
| Empréstimos em moeda | 4408 | 7979 | 11031 | 8756 | 15883 | |
| Comunicado Firce n-10 | 470 | 922 | 769 | 1053 | 2170 | |
| Resolução n- 63 | 6 | 856 | 597 | 201 | 817 | |
| Resolução n-2148 | - | - | - | - | 1067 | |
| "Commercial paper" | 1783 | 1190 | 338 | 182 | 381 | |
| Bônus e "notes" | 1507 | 4833 | 7598 | 5961 | 9650 | |
| "Export securities" | 278 | 30 | 675 | 261 | 494 | |
| Renovações | 364 | 148 | 1054 | 1098 | 1304 | |
| Financiamentos | 4160 | 2332 | 3282 | 4353 | 4576 | |
| Registrados | 858 | 447 | 449 | 630 | 1074 | |
| Autorizados | 3302 | 1885 | 2833 | 3723 | 3502 | |
| "Leasing" e aluguel | 1519 | 1173 | 1005 | 842 | 1143 | |
| Pagamentos antecipados de exportações | 85 | 1119 | 1421 | 1908 | 4273 | |
| Reservas internacionais | | | | | | |
| caixa | 8552 | 19008 | 25878 | 36471 | 50449 | |
| Balanço de pagamentos | 8763 | 23268 | 31711 | 38487 | 51533 | |
| Liquidez | 9406 | 23754 | 32211 | 38806 | 51840 | |

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil

Tabela 2.2

| Contas Nacionais do Brasil (1990/95) | | | | | | |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| ano | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 |
| Taxa de cresc. do PIB real | -4,3 | 0,3 | -0,8 | 4,2 | 6 | 4,2 |
| Composição do PIB (em percentagem) | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| Renda líquida enviada ao exterior | 2,8 | 2,79 | 2,5 | 2,79 | 1,87 | 1,7 |
| PNB a preços de mercado | 97,2 | 97,21 | 97,5 | 97,21 | 98,13 | 98,3 |
| Exportações de bens e serviços | 7,77 | 8,9 | 10,43 | 9,76 | 8,34 | 7,04 |
| Importações de bens e serviços | 6,01 | 6,87 | 6,93 | 7,54 | 7,22 | 8,36 |
| Despesas de consumo | 76,65 | 79,21 | 77,6 | 78,55 | 79,25 | 82,09 |
| Investimento interno bruto | 21,59 | 18,77 | 18,9 | 19,23 | 19,64 | 19,24 |
| Poupança externa | 0,85 | 0,36 | -1,6 | 0,18 | 0,3 | 2,48 |
| Poupança bruta | 20,74 | 18,4 | 20,5 | 19,05 | 19,34 | 16,77 |

Fonte: Conjuntura Econômica - FGV - Jan. 97

Tabela 2.3

| Evolução da taxa de câmbio real da moeda brasileira com o dólar (1994/96) | | | |
|---|-----------------|--|--|
| Período | Taxa de câmbio* | Variação mensal da taxa de câmbio (em %) | Índice da taxa de câmbio real** (INPC) |
| 1994 jan | 390,83 | 39,9 | 95,28 |
| fev | 550,79 | 40,93 | 95,86 |
| mar | 768,11 | 39,46 | 93,77 |
| abr | 1109,55 | 44,45 | 94,9 |
| mai | 1585,46 | 42,89 | 95,09 |
| jun | 2289,67 | 44,42 | 92,97 |
| jul | 0,93 | 11,1 | 78,18 |
| ago | 0,9 | -3,03 | 74,7 |
| set | 0,86 | -3,79 | 71,07 |
| out | 0,84 | -2,2 | 67,65 |
| nov | 0,84 | -0,47 | 65,51 |
| dez | 0,85 | 0,95 | 65,03 |
| 1995 jan | 0,85 | -0,35 | 64,1 |
| fev | 0,84 | -0,71 | 63,29 |
| mar | 0,89 | 5,72 | 66,07 |
| abr | 0,91 | 2,14 | 66,07 |
| mai | 0,9 | -1,21 | 64,04 |
| jun | 0,91 | 1,9 | 63,97 |
| jul | 0,93 | 1,64 | 63,46 |
| ago | 0,94 | 1,4 | 63,86 |
| set | 0,95 | 1,17 | 64,03 |
| out | 0,96 | 0,84 | 63,84 |
| nov | 0,96 | 0,42 | 63,15 |
| dez | 0,97 | 0,42 | 62,33 |
| 1996 jan | 0,97 | 0,67 | 62,22 |
| fev | 0,98 | 0,68 | 62,41 |
| mar | 0,99 | 0,53 | 62,87 |
| abr | 0,99 | 0,42 | 62,76 |
| mai | 0,99 | 0,52 | 62,44 |
| jun | 1 | 0,61 | 62,15 |

Extraído de BATISTA (1996).
 (*) Taxa de câmbio comercial de compra. Média dos dados diários. De Janeiro a Junho de 1994, valores em cruzeiros reais. A partir de Julho de 1994, valores em reais; (**) Taxa de câmbio nominal ajustada pelo diferencial de inflação com os EUA. Deflatores: Brasil- INPC; EUA- IPC. Base: jan 92=100

Fonte: Dados brutos - Banco Central do Brasil, FMI e jornais diários

Tabela 2.4

| Comércio exterior do Brasil (em milhões de US\$) | | | | | | | | | |
|--|-------------|---------------|--------------|-------------|---------------|--------------|---------|---------------|--------------|
| (1980/95) | | | | | | | | | |
| ano | Exportações | | | Importações | | | Saldo | | |
| | valores | var. anual(%) | part.(%) PIB | valores | var. anual(%) | part.(%) PIB | valores | var. anual(%) | part.(%) PIB |
| 1980 | 20132 | | 9,45 | 22955 | | 10,78 | -2823 | | 1,33 |
| 1981 | 23293 | 15,70 | 10,35 | 22091 | -3,76 | 9,82 | 1202 | 142,58 | 0,53 |
| 1982 | 20175 | -13,39 | 8,34 | 19395 | -12,20 | 8,01 | 780 | -35,11 | 0,32 |
| 1983 | 21899 | 8,55 | 8,94 | 15429 | -20,45 | 6,30 | 6470 | 729,49 | 2,64 |
| 1984 | 27005 | 23,32 | 9,96 | 13916 | -9,81 | 5,14 | 13089 | 102,30 | 4,83 |
| 1985 | 25639 | -5,06 | 8,43 | 13153 | -5,48 | 4,33 | 12486 | -4,61 | 4,11 |
| 1986 | 22349 | -12,83 | 6,63 | 14044 | 6,77 | 4,17 | 8305 | -33,49 | 2,46 |
| 1987 | 26224 | 17,34 | 7,24 | 15052 | 7,18 | 4,16 | 11172 | 34,52 | 3,09 |
| 1988 | 33789 | 28,85 | 8,92 | 14605 | -2,97 | 3,85 | 19184 | 71,72 | 5,06 |
| 1989 | 34383 | 1,76 | 8,33 | 18263 | 25,05 | 4,42 | 16120 | -15,97 | 3,90 |
| 1990 | 31414 | -8,64 | 7,53 | 20661 | 13,13 | 4,95 | 10753 | -33,29 | 2,58 |
| 1991 | 31620 | 0,66 | 7,24 | 21041 | 1,84 | 4,81 | 10579 | -1,62 | 2,42 |
| 1992 | 35793 | 13,20 | 7,03 | 20554 | -2,31 | 4,57 | 15239 | 44,05 | 3,39 |
| 1993 | 38563 | 7,74 | 7,95 | 25256 | 22,88 | 5,21 | 13307 | -12,68 | 2,74 |
| 1994 | 43545 | 12,92 | 8,20 | 33105 | 31,08 | 6,23 | 10440 | -21,55 | 1,97 |
| 1995 | 46506 | 6,80 | | 49663 | 50,02 | | -3157 | -130,24 | |

Fonte: Relatório anual do Banco Central 1993 e 1994; Boletim do Banco Central fev. 96

OBS: cálculo da part. no PIB obtido pela divisão entre os valores a preços correntes de x e m e os valores correntes do PIB

Tabela 2.5

| Balança de Pagamentos do Brasil, 1994-96 | | (principais contas em milhões de US\$) | | | |
|--|--------------|--|------------------|------------------|------------------|
| discriminação | jan/jun 1994 | jul/dez 1994 | jan/jun 1995 (*) | jul/dez 1995 (*) | jan/jun 1996 (*) |
| 1. Balança comercial | 6778 | 3689 | -4267 | 1110 | -296 |
| Exportações (FOB) | 20101 | 23444 | 21449 | 25057 | 22919 |
| Importações (FOB) | -13323 | -19755 | -25716 | -23947 | -23215 |
| 2. Serviços | -6631 | -8112 | -9671 | -8929 | -8836 |
| Juros (líq.) | -3257 | -3081 | -4205 | -3953 | -4754 |
| Lucros e div. (líq.) (**) | -946 | -1620 | -2198 | -592 | -612 |
| Viagens internac. (líq.) | -465 | -716 | -1070 | -1349 | -1490 |
| Transportes (líq.) | -984 | -1457 | -1206 | -1994 | -1105 |
| Outros serviços (líq.) | -979 | -1238 | -992 | -1041 | -875 |
| 3. Transferências unilaterais (líq.) | 1239 | 1349 | 2060 | 1913 | 1591 |
| 4. Saldo em conta corrente (1+2+3) | 1386 | -3074 | -11878 | -5906 | -7541 |
| 5. Capital (**) | 15032 | -738 | 6443 | 23377 | 15767(***) |
| Amortizações pagas | -5283 | -5718 | -5951 | -5075 | -6953 |
| 6. Erros e omissões | -72 | 405 | 254 | 1190 | - |
| 7. Resultado global (4+5+6) | 16346 | -3407 | -5181 | 18661 | - |
| 8. Financiamento | -16346 | 3407 | 5181 | -18437 | - |
| Haveres (- = aumento) | -11373 | 4158 | 5518 | -18437 | -8226 |
| Obrigações - FMI | -86 | -43 | -12 | -35 | -75 |
| Obrigações de curto prazo | -4887 | -708 | -325 | -189 | - |
| Atrasados | -4903 | -750 | -298 | -212 | - |
| Outras | 16 | 42 | -27 | 23 | - |

Fonte: Banco Central do Brasil; Extraído de Batista (1996)

(*) Dados provisórios; (**) Inclui lucros reinvestidos; (***) Inclui erros e omissões e obrigações da autoridade monetária; - Dados não disponíveis

Tabela 2.6

| Base monetária ampliada e dívida mobiliária federal como proporção das reservas internacionais, 1994-96 | | | | |
|---|---|--|--|--|
| período | Base monetária ampliada (*) (em mi. de US\$) | Dívida mobiliária federal (**) (em mi. de US\$) | Reservas internac. (***) / Base monet. amp. (em %) | Dívida mobiliária fed. / Res. internac. (***) (em %) |
| 1994 jun | 69913 | 61675 | 57,4 | 153,7 |
| set | 90895 | 73274 | 45 | 179,3 |
| dez | 95430 | 73028 | 38,2 | 200,2 |
| 1995 mar | 89489 | 72931 | 35,2 | 231,3 |
| jun | 89355 | 75383 | 35,2 | 239,4 |
| set | 111739 | 103226 | 41,7 | 221,4 |
| dez | 125684 | 111496 | 40,1 | 221 |
| 1996 mar | 139325 | 135223 | 39 | 248,9 |
| jun | 156742 | 153611 | 37,4 | 262 |

Fonte: Banco Central do Brasil e Banco Itaú; Extraído de Batista (1996)

(*) Convertida em dólar pela taxa de câmbio comercial de venda. Saldos apurados em fim de período. Inclui base monetária, depósitos compulsórios em espécie e títulos públicos federais. Exclui LBC-E; (**) Convertida em dólar pela taxa de câmbio comercial de venda. Saldos apurados em fim de período. Inclui LBC.E, exclui carteira do Banco Central; (***) Conceito de caixa

Tabela 2.7

| ano | mês | Dívida externa bruta de curto prazo (*) | Haveres dos bancos comerciais | Dívida externa líquida de curto prazo | Investimentos de portfólio Anexo(IV) | Passivo externo de curto prazo | Passivo externo de curto prazo/ reservas internacionais (**) (em %) |
|------|-----|---|-------------------------------------|---|--|--------------------------------------|--|
| | | (A) | (B) | (C) = (A) - (B) | (D) | (F) = (D) + (C) | (G) |
| 1990 | dez | 14167 | 2805 | 11362 | - | - | - |
| 1991 | dez | 14581 | 1038 | 13543 | - | - | - |
| 1992 | dez | 19798 | 5836 | 13962 | - | - | - |
| 1993 | dez | 24941 | 8424 | 16517 | 10380 | 26897 | 103,9 |
| 1994 | jun | 30051 | 10169 | 19882 | 13573 | 33455 | 83,4 |
| | dez | 28241 | 15035 | 13206 | 20971 | 34177 | 93,7 |
| 1995 | jun | 31880 | 12687 | 19193 | 16923 | 36116 | 114,7 |
| | dez | 29650 | 8834 | 20816 | 18650 | 39466 | 78,2 |

Fonte: Banco Central do Brasil; Extraído de Batista (1996)

(*) Dívida não-registrada. Inclui obrigações do Banco Central e de bancos comerciais e de linhas de crédito. Exclui atrasados; (**) Conceito de caixa; (-) Dados desconhecidos

Tabela 2.8

| Brasil: Taxas de juro para empréstimo, 1995-96 (média das taxas diárias em % ao ano) | | | | | |
|---|-----------------|----------|-----------|-----------------|----------|
| período | Capital de giro | | | Crédito pessoal | |
| | Nominal | Real (*) | Real (**) | Nominal | Real (*) |
| 1995 jan | 135 | 98 | 105,9 | 164,4 | 122,7 |
| fev | 115,8 | 91,3 | 94,5 | 161,2 | 131,5 |
| mar | 168,2 | 121,2 | 137,5 | 218,3 | 162,5 |
| abr | 163,5 | 96,2 | 109 | 215,6 | 134,9 |
| mai | 176,4 | 115,4 | 139,2 | 236,5 | 162,2 |
| jun | 168,2 | 107,1 | 123,8 | 224,6 | 150,6 |
| jul | 173 | 104 | 134,4 | 223,2 | 141,5 |
| ago | 160,6 | 139,7 | 145,5 | 211,8 | 176 |
| set | 143,6 | 111,8 | 102 | 204,1 | 164,4 |
| out | 132,9 | 97,1 | 115,7 | 182,2 | 138,8 |
| nov | 136,9 | 97,9 | 126,9 | 195,5 | 146,9 |
| dez | 123,5 | 83,6 | 115,1 | 168,5 | 120,7 |
| 1996 jan | 101,7 | 69,5 | 96,7 | 167,1 | 124,4 |
| fev | 88 | 72,7 | 87,3 | 148,8 | 128,5 |
| mar | 79 | 72,9 | 82,2 | 132,9 | 125 |
| abr | 75,5 | 57,1 | 67,9 | 134,5 | 109,8 |
| mai | 72,7 | 48,3 | 68 | 133,4 | 100,4 |
| jun | 72,7 | 47,4 | 64,8 | 137,1 | 102,4 |

Fontes: Banco Central do Brasil, Banco Itaú e Fundação Getúlio Vargas; Extraído de BATISTA (1996)
 (*) Deflator INPC; (**) Deflator IPA - PI.

Tabela 2.9

| Brasil: saldo da balança comercial e déficit do balanço de pagamentos em transações correntes como proporção (%) das exportações e do PIB, 1985-95 | | | | |
|--|-------------------------------------|------------------------------|---|--|
| ano | Saldo comercial/ exportações (*) | Saldo comercial/ PIB (**) | Déficit em transações correntes / exportações (*) | Déficit em transações correntes / PIB (**) |
| 1985 | 48,7 | 5,9 | 0,9 | 0,1 |
| 1986 | 37,2 | 3,2 | 23,7 | 2,1 |
| 1987 | 42,6 | 4 | 5,5 | 0,5 |
| 1988 | 56,8 | 6,2 | -12,4 | -1,4 |
| 1989 | 46,9 | 3,9 | -3 | -0,3 |
| 1990 | 34,2 | 2,5 | 12 | 0,9 |
| 1991 | 33,5 | 2,8 | 4,4 | 0,4 |
| 1992 | 42,6 | 3,9 | -17,2 | -1,6 |
| 1993 | 34,5 | 3,1 | 1,5 | 0,1 |
| 1994 | 24 | 1,9 | 3,9 | 0,3 |
| 1995(***) | -6,8 | -0,5 | 38,2 | 2,6 |

Fonte: Banco Central do Brasil e Fundação Getúlio Vargas; Extraído de Batista (1996)
 (*) Exportações de mercadorias FOB; (**) Convertido em dólar pela taxa média de câmbio;
 (***) Dados preliminares.

Tabela 2.10

| Índices de produção física em relação ao número de horas pagas na produção - 1985-95 (Índice de base fixa 1985=100) | | | | | | | | | | | |
|---|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| ano | 1985 | 1986 | 1987 | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 |
| Indústria de transformação | 100 | 98,2 | 97,6 | 97,9 | 103,3 | 100,6 | 108,9 | 113,9 | 125 | 138,6 | 145 |
| Prod.de minerais não metálicos | 100 | 102,1 | 99 | 96,9 | 104,4 | 99,4 | 112,3 | 104,6 | 116,3 | 130,6 | 141,9 |
| Metalúrgica | 100 | 96,7 | 94 | 92,5 | 103,4 | 97,1 | 103,5 | 112,5 | 120,9 | 137,3 | 136,4 |
| Mecânica | 100 | 101,7 | 104,2 | 100,4 | 110,9 | 100,8 | 103,5 | 99 | 121,2 | 143,9 | 134,9 |
| Mat. elétrico e de comunicações | 100 | 101,7 | 91 | 95,1 | 102 | 108,1 | 117 | 123,1 | 139 | 165,9 | 182,5 |
| Material de transporte | 100 | 91,5 | 80,4 | 91 | 89 | 78,4 | 88,3 | 90 | 103,9 | 116,5 | 120,8 |
| Celulose, papel e papelão | 100 | 98,8 | 98 | 101,5 | 110,9 | 109,2 | 127,8 | 130,4 | 138,9 | 155,8 | 162,3 |
| Borracha | 100 | 102,8 | 103,6 | 101,3 | 102,1 | 99 | 100,7 | 102,3 | 109 | 110,8 | 112,9 |
| Química | 100 | 97,3 | 97,4 | 97 | 102,3 | 104,4 | 103,9 | 110,9 | 125,5 | 140,9 | 143,6 |
| Prod.farmacêuticos e veterinários | 100 | 112,2 | 105 | 94,1 | 98,6 | 94,5 | 90,4 | 82,9 | 94,7 | 95,9 | 109,5 |
| Perfumaria, sabões, detergentes | 100 | 103 | 111,4 | 107,2 | 120,5 | 109,8 | 117,8 | 134 | 147,4 | 146,8 | 140,8 |
| Prod. de matérias plásticas | 100 | 98,4 | 92,9 | 96,5 | 107,2 | 88,5 | 102,9 | 97,7 | 97,4 | 102,1 | 117,3 |
| Têxtil | 100 | 97,2 | 89,2 | 85,3 | 88,8 | 84,7 | 96,3 | 109 | 110,4 | 122,4 | 120,5 |
| Vestuário, calçados | 100 | 99,2 | 102,6 | 100,2 | 104,1 | 99,6 | 101,7 | 110,3 | 116,6 | 114,5 | 124,4 |
| Produtos alimentares | 100 | 94,7 | 99,7 | 97,5 | 97,8 | 103,7 | 112,8 | 117,4 | 127,2 | 137,9 | 147,9 |
| Bebidas | 100 | 112,9 | 100,6 | 107,9 | 122,1 | 121,8 | 142,6 | 124,8 | 147 | 176,2 | 196 |
| Fumo | 100 | 105,2 | 102,7 | 106,8 | 112,3 | 120,7 | 134,3 | 135,1 | 161,7 | 175,7 | 174 |

Fonte: IBGE- Pesquisa Industrial Mensal - Dados Gerais e Pesquisa Industrial Mensal - Produção Física

Tabela 2.11

| São Paulo: Indústria de material de transportes - Produtividade e Indicadores selecionados - 1993-96 | | | | |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Discriminação | jan-jun/1993 | jul-dez/1993 | jul-dez/1995 | jan-jun/1996 |
| Produção física (1) | 100 | 116,6 | 115,3 | 119,6 |
| Valor bruto da produção (2) | 100 | 110,3 | 103,3 | 103,5 |
| Valor da produção corrigido (4) | 100 | 107,7 | 69,8 | 76,7 |
| Valor adicionado (3) | 100 | 114,1 | 85,2 | 91,6 |
| Horas pagas (2) | 100 | 105,5 | 96,2 | 84,3 |
| Emprego (3) | 100 | 100,7 | 99,8 | 93,8 |
| Valor das vendas (3) | 100 | 117 | 123,2 | 123,4 |
| Valor das compras (3) | 100 | 118,6 | 143,5 | 140,4 |
| Importações (3) | 100 | 142,8 | 207,6 | 209 |
| Produção física/ Horas pagas | 100 | 110,4 | 119,8 | 141,9 |
| Valor da produção/ Horas pagas | 100 | 104,7 | 107,7 | 123 |
| Valor da produção corrigido/ Horas pagas | 100 | 102,1 | 72,6 | 91 |
| Valor adicionado/ Emprego | 100 | 113,5 | 85,1 | 97,8 |

Fonte: (1) FIBGE, Pesquisa Industrial Mensal - Produção Física - PIM/PF; (2) FIBGE, Pesquisa Industrial Mensal

Tabela 2.12

| São Paulo: Indústria mecânica - Produtividade e Indicadores selecionados - 1993-96 | | | | |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Discriminação | jan-jun/1993 | jul-dez/1993 | jul-dez/1995 | jan-jun/1996 |
| Produção física (1) | 100 | 113,6 | 107,3 | 102,8 |
| Valor bruto da produção (2) | 100 | 112,9 | 153,5 | 133,9 |
| Valor da produção corrigido (4) | 100 | 102,9 | 112,7 | 126,4 |
| Valor adicionado (3) | 100 | 90,4 | 84,6 | 99,1 |
| Horas pagas (2) | 100 | 102,6 | 111,4 | 89,4 |
| Emprego (3) | 100 | 100 | 100,9 | 100,9 |
| Valor das vendas (3) | 100 | 100,7 | 116,7 | 106,5 |
| Valor das compras (3) | 100 | 106,9 | 136,2 | 111,1 |
| Importações (3) | 100 | 121,1 | 248,9 | 193,1 |
| Produção física/ Horas pagas | 100 | 110,7 | 96,3 | 114,9 |
| Valor da produção/ Horas pagas | 100 | 110,6 | 138,1 | 150,6 |
| Valor da produção corrigido/ Horas pagas | 100 | 101 | 101,4 | 142,5 |
| Valor adicionado/ Emprego | 100 | 90,1 | 83,6 | 101,7 |

Fonte: (1) FIBGE, Pesquisa Industrial Mensal - Produção Física - PIM/PF; (2) FIBGE, Pesquisa Industrial Mensal

Dados Gerais - PIM/DG; (3) Secretaria da Fazenda do Estado de São Paulo, Dados Brutos da GIA/ICMS

Cadastro Especial de Contribuintes; (4) Valor Bruto da Produção (PIM) multiplicado pela relação Valor Adicionado Fiscal sobre Vendas Totais (GIA/ICMS)

Nota: Valores correntes de vendas, compras e valor bruto da produção deflacionados pelo IPA-D/FGV

Tabela 2.13

| São Paulo: Indústria Têxtil - Produtividade e Indicadores selecionados - 1993-96 | | | | |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Discriminação | jan-jun/1993 | jul-dez/1993 | jul-dez/1995 | jan-jun/1996 |
| Produção física (1) | 100 | 96,5 | 87,6 | 93 |
| Valor bruto da produção (2) | 100 | 108,3 | 100,6 | 100,2 |
| Valor da produção corrigido (4) | 100 | 97,4 | 64,2 | 64,3 |
| Valor adicionado (3) | 100 | 101,8 | 53,8 | 56,7 |
| Horas pagas (2) | 100 | 101,4 | 78,3 | 62,8 |
| Emprego (3) | 100 | 105,1 | 83,6 | 77,6 |
| Valor das vendas (3) | 100 | 113,5 | 83,9 | 88,1 |
| Valor das compras (3) | 100 | 118,1 | 95,9 | 100,6 |
| Importações (3) | 100 | 143,2 | 170,2 | 162,9 |
| Produção física/ Horas pagas | 100 | 95,2 | 111,9 | 148 |
| Valor da produção/ Horas pagas | 100 | 107,2 | 129,7 | 159,7 |
| Valor da produção corrigido/ Horas pagas | 100 | 96,3 | 82,5 | 102,6 |
| Valor adicionado/ Emprego | 100 | 96,7 | 64,6 | 73,2 |

Fonte: (1) FIBGE, Pesquisa Industrial Mensal - Produção Física - PIM/PF; (2) FIBGE, Pesquisa Industrial Mensal; Dados Gerais - PIM/DG; (3) Secretaria da Fazenda do Estado de São Paulo, Dados Brutos da GIA/ICMS.

Tabela 2.14

| Participação das exportações do Brasil nas exportações mundiais e nas exportações dos países em desenvolvimento, 1980-95 | | | |
|--|--|--|---|
| Ano | Exportações do Brasil/ exportações mundiais | Exportações do Brasil/ exportações dos países em desenvolvimento | Exportações do Brasil/ exportações dos países em des. não-exportadores de petróleo |
| | (em %) | (em %) | (em %) |
| 1980 | 1,06 | 3,19 | 5,49 |
| 1981 | 1,24 | 3,69 | 6,15 |
| 1982 | 1,16 | 3,58 | 5,54 |
| 1983 | 1,29 | 4,1 | 5,83 |
| 1984 | 1,5 | 4,82 | 6,54 |
| 1985 | 1,41 | 4,77 | 6,35 |
| 1986 | 1,12 | 4,38 | 5,31 |
| 1987 | 1,11 | 4,25 | 5,12 |
| 1988 | 1,25 | 4,76 | 5,58 |
| 1989 | 1,17 | 4,32 | 5,14 |
| 1990 | 0,93 | 3,5 | 4,29 |
| 1991 | 0,89 | 2,97 | 3,92 |
| 1992 | 0,94 | 3,1 | 4,05 |
| 1993 | 1,01 | 3,11 | 4,04 |
| 1994 | 1 | 2,99 | 3,81 |
| 1995 | 0,89 | 2,59 | 3,32 |

Fonte: Fundo Monetário Internacional; Extraído de Batista (1996)

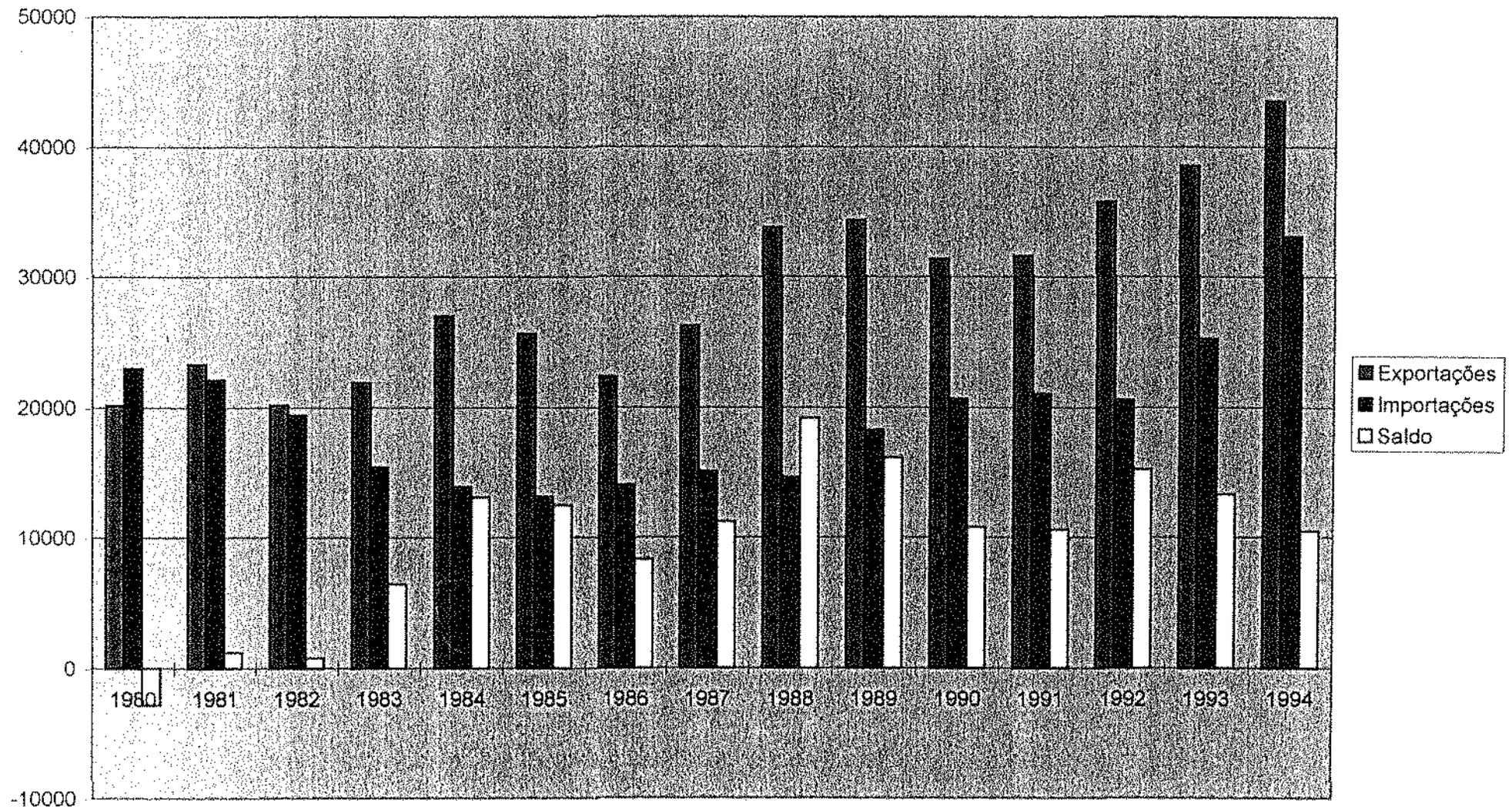
Tabela 2.15

| Variação do Mark-up, Preço e Custos reais por categoria de uso: 1990-95 (%) (*) | | | | |
|--|------------------|--|----------------|----------------|
| Categoria de uso (**) | (a) var. mark-up | (b) var. mark-up ajustada pela PTF(***) | var. preço/igp | var. custo/igp |
| Bens de consumo não-duráveis | -12,1 | 3,8 | -20,3 | -11,6 |
| Bens de consumo duráveis | -32 | -21,8 | -52,2 | -29,7 |
| Bens intermediários | -17,5 | -5,3 | -33,9 | -19,7 |
| Bens intermediários não elaborados | -18,5 | -5,9 | -25,4 | -8,8 |
| Bens de capital | -42 | -31,7 | -52,4 | -19,7 |
| Bens de capital, equipamento de transporte | -40,6 | -31,4 | -56,8 | -27,4 |

(*) Média de 1995 contra média de 1990; (**) Os índices de custo e preço para cada categoria foram agregados acordo com o valor da produção em 1992; (***) Assumiu-se uma redução geral de custos em termos reais baseada em uma hipótese de crescimento anual de 2,5% da produtividade total dos fatores no período.

Fonte: MOREIRA e CORREA (1997).

Gráfico 2.1- Comércio Exterior do Brasil 1980/94 (em milhares de US\$)



Capítulo 3- O comportamento recente do investimento: algumas evidências sobre o debate dos anos 90.

3.1- Introdução.

Terminado o balanço do debate sobre a presença e mutação dos fatores restritivos ao crescimento econômico brasileiro, o capítulo final desta dissertação buscará analisar em caráter especulativo – e, portanto, não conclusivo – o comportamento das variáveis salientadas ao longo do trabalho que, em suma, representam aspectos fundamentais para se estimar a continuidade ou aceleração da trajetória de crescimento econômico. Como exposto anteriormente, é crucial para a temática em questão partir de uma avaliação, mesmo que aproximada, do comportamento do investimento agregado. Certamente, esse deve ser o primeiro passo a ser dado para questionarmos a ocorrência e o alcance da propagada terceira onda de investimentos ou, como hipótese alternativa, as possibilidades de instauração de um hiato desse tipo nos próximos anos.

Orientados por tal objetivo, iniciaremos a segunda seção fazendo uma interpretação dos dados oficiais da formação bruta de capital fixo à luz das considerações de SOUZA (1996) sobre a profunda mudança nos preços relativos e na composição do investimento ocorrida na economia brasileira entre os anos 80 e os 90. Realizada essa tarefa, faremos, em segundo lugar, a apresentação dos principais resultados agregados de dois estudos complementares sobre as decisões e intenções de investimento projetadas pelas empresas. Assim sendo, serão vistos, de um lado, os resultados de um trabalho realizado pela CNI/CEPAL (1997) que abrange uma ampla amostra de empresas sediadas no país. De outro, serão citados alguns apontamentos extraídos da análise de LAPLANE e SARTI (1997) sobre as novas características dos investimentos específicos das empresas transnacionais (ETN).

Em linhas gerais, buscaremos identificar quanto o investimento agregado realmente aumentou nesses últimos anos, quanto do total anunciado para os próximos anos diz respeito à intenções sujeitas a revisões, qual a composição desse investimento e qual a perspectiva de ampliação da capacidade produtiva até 1999. Por último, ainda nessa seção, procuraremos realizar um balanço

dos determinantes do comportamento dessa variável que, obviamente, estão relacionados ao contexto posterior ao lançamento do plano Real.

Na terceira seção serão apresentadas outras evidências baseadas nas mesmas pesquisas que permitem uma melhor aproximação da evolução da capacidade de crescimento da economia. Nesse sentido, deverão ser vistos dados desagregados sobre o investimento para que, ao se identificar seus agentes principais e suas principais formas de materialização, possa ser melhor aproximado o efeito indutor de novos gastos e, portanto, a significância e sustentabilidade do crescimento no futuro próximo. Em poucas palavras, nesse momento poderemos avaliar se há evidências que justifiquem o conclamado adensamento das cadeias produtivas.

Deve-se frisar, também, que a análise desagregada do investimento deve reservar alguns comentários sobre a participação dos agentes exportadores nos investimentos, bem como qual seria a ampliação esperada da capacidade produtiva em 1999 dado o nível de utilização dessa capacidade em 1996. A partir daí, poderemos identificar quais dos gêneros industriais que abarcam os agentes exportadores poderiam chegar próximos da plena utilização ao final desse período, o que, como vimos, seria uma condição necessária ao estabelecimento de um *trade-off* entre a expansão dos níveis da produção industrial e a sustentação do crescimento das exportações.

Ainda no que toca a relevância do setor externo para a avaliação da capacidade de crescimento econômico, seria preciso acrescentar à nossa análise os dados relativos ao comportamento esperado das exportações e importações a partir dos investimentos projetados. Mesmo sabendo que as evidências disponíveis não possuem a propriedade de estimar satisfatoriamente o comportamento futuro da conta comercial, tal exercício certamente se justifica na medida em que acrescenta informações qualitativas que podem servir de base para trabalhos posteriores. Por fim, a listagem das principais conclusões fica reservada para a quarta e última seção.

3.2- O comportamento e a composição do investimento agregado nos anos 90.

Sabendo que a análise da variável investimento deve ter como ponto de partida as informações estatísticas das contas nacionais, a primeira observação desses dados, no entanto, revela um quadro intrigante quando se confronta a evolução da formação bruta de capital fixo (FBKF) a preços correntes e a preços constantes nos últimos quinze anos. Como salienta SOUZA (1996: 99), *“(a) preços correntes, a taxa de formação bruta de capital fixo dos anos 80 – quando a economia ficou paralisada –, teria sido ligeiramente superior à dos 70 – período em que foram registradas as mais altas taxas de crescimento dos últimos 50 anos (tabela 3.1). E mais, na segunda metade da década de 80 a taxa de investimento a preços correntes seria semelhante à dos anos do II PND, na segunda metade da década de 70, quando um enorme esforço concentrado de investimento foi feito no país. A preços constantes, entretanto, a taxa de investimento teria sofrido uma retração equivalente a quase cinco pontos percentuais do PIB entre as décadas de 70 e 80. E na primeira metade da década de 90 um novo tombo seria observado – desta vez de cerca de quatro pontos percentuais –, deixando a taxa de investimento num patamar em torno de 14,6% do PIB.”*

Para interpretar tais resultados discrepantes entre as duas séries de investimento, SOUZA (1996) anota que tal descompasso poderia, numa primeira aproximação, ser considerado um resultado preocupante. Explicando melhor, a redução da FBKF a preços constantes ao longo desses quinze anos poderia evidenciar uma diminuição da taxa de crescimento da capacidade produtiva, fato ainda agravado pela elevação da relação capital/produto nesse período. De outro lado, a manutenção da FBKF a preços correntes apontaria que mesmo para a manutenção das baixas taxas investimento e de crescimento dos anos 80 deveria ser requerido no presente momento um esforço de investimento relativamente maior.

Diante de perspectivas tão pouco animadoras – entre as quais enquadra-se o indício de um forte encarecimento do investimento –, o autor em questão propõe a revisão dessas informações estatísticas através de uma decomposição da FBKF com o objetivo de examinar o comportamento de cada uma das categorias de bens de investimento. Cumprido esse passo, o autor

adverte para a incorreção da primeira interpretação possível dos resultados, posto que, por uma série de fatores, as estatísticas em questão estariam superestimando os problemas reais.⁶⁶

Em síntese, o argumento central do autor aponta para a necessidade de revisão das estatísticas oficiais tendo em vista, de um lado, o comportamento absolutamente discrepante dos preços da construção civil face ao deflator do PIB e, de outro, do próprio deflator em questão face a outros índices consistentes (IGP-DI e IPA-DI da FGV). Realizados os ajustes nas contas (tabela 3.3), verifica-se que a trajetória da FBKF a preços correntes passa a se aproximar bastante de sua série a preços constantes e conclui-se que a compreensão da existência de uma profunda alteração nos preços relativos seria passo essencial para a avaliação dos reais níveis de investimento e, sobretudo, do verdadeiro significado da ligeira retomada após 1994, aspecto que muito importa aos nossos objetivos.

⁶⁶ O resumo do argumento do autor pode ser realizado nos seguintes termos: quando se atenta para o item construção civil da FBKF (tabela 3.2), percebe-se que este passou por uma grande elevação a preços correntes nos 80, atingindo 15,7% do PIB no período 1985-89, contra os 12,6% da década de 70. Como decorrência, a construção civil ao final dos 80 totalizava 70% do total da FBKF, enquanto que os componentes máquinas e equipamentos nacionais e importados acumulavam quedas de suas participações bastante significativas. Postos esse resultados desagregados, é lançada uma dúvida sobre a trajetória dos preços da construção civil que, segundo tal autor, é confirmada pela análise de seus índices de preços relativos.

Na verdade, ao examinar comparativamente uma série de preços relativos vê-se que o índice nacional dos preços da construção dá um fantástico salto em relação ao deflator do PIB em 1987, mantendo até o final da série uma grande diferença acumulada com este índice. Portanto, esta diferença demonstraria que a elevação acentuada de apenas um dos componentes do investimento teria gerado uma elevação muito grande do custo total deste, dado que a construção civil tem um peso muito elevado na composição total da FBKF. Apenas para dar uma aproximação da dimensão do desvio causado por tal fator, o autor sublinha que se a série de produção a preços correntes da construção civil fosse feita usando-se o deflator do PIB ao invés do índice nacional da construção civil, os resultados a preços constantes da FBKF se aproximariam bastante dos valores a preços correntes e 75% do desvio entre as duas trajetórias seria eliminado.

Indicado o descompasso entre as trajetórias dos índices, o autor passa a indagar se a citada elevação dos preços da construção civil representaria um fenômeno real de encarecimento do investimento e/ou uma distorção estatística. Quanto a essa questão, afirma primeiramente que seria inegável a ocorrência de um aumento do custo da construção civil frente aos demais componentes do investimento. No entanto, haveria também um outro problema de ordem estatística. Em poucas palavras, não somente a evolução dos preços da construção civil teria se distanciado persistentemente da trajetória do deflator do PIB mas também outros índices metodologicamente consistentes, como o IGP-DI e o IPA-DI da FGV, fato não verificado em cerca de 40 anos segundo ABDELHAY (1993).

Admitida a elevação do custo da construção civil simultaneamente a constatação do descompasso entre os vários índices, Souza propõe uma forma de ajustamento das séries de investimento. Assim, afirma o autor que se por hipótese o índice de custo da construção civil tivesse mantido a mesma relação com o deflator do PIB que manteve com o IGP, teria-se uma alta muito mais moderada dos preços da construção no médio prazo. Como se pode observar na série ajustada (tabela 3.3), o comportamento destes preços da construção apresentaria uma reversão ao menos parcial, atingindo em 1994 um valor 7% acima da média dos demais preços da economia, tomando-se 1985 como ano base. Enfim, após a adoção dessa hipótese para os preços relativos, a trajetória da FBKF a preços correntes seria muito mais próxima de sua trajetória a preços constantes.

De fato, SOUZA (1996) mostra que a efetivação do plano de estabilização em 1994 iria, sem dúvida alguma, confirmar e acentuar o movimento de alteração profunda desses preços relativos ao mesmo tempo em que iria trazer uma certa ruptura no que diz respeito ao ambiente macroeconômico e o estado das expectativas de longo prazo. Começemos por uma exposição sumária do aspecto de continuidade que caracteriza o movimento dos preços relativos salientando seus efeitos sobre a composição do investimento.

Centrando o foco na categoria bens de capital, o dado que mais chama a atenção diz respeito ao enorme barateamento dos itens importados e, em menor proporção, dos bens nacionais. Quanto aos componentes estrangeiros, em primeiro lugar, deve-se registrar a expressiva redução de seus valores tendo em conta três determinantes essenciais: o processo de liberalização tarifária – que introduz uma redução da tarifa média desses bens de 36% para 9,4% entre 1990 e 1994 –; a significativa redução dos preços em dólar das máquinas e equipamentos importados; e, a expressiva valorização da moeda nacional – que isoladamente explica uma redução de mais de 40% nesses preços entre a primeira metade da década de 80 e 1995. No que toca a redução dos preços dos bens nacionais, deve-se frisar que mesmo que esta não tenha tido a dimensão verificada pelos componentes estrangeiros, sua intensidade ainda assim seria bastante significativa, principalmente se comparada à evolução dos preços da construção civil.

Não seria por outros motivos, portanto, que a composição do investimento teria sofrido uma alteração tão intensa. De fato, postos esses fatores a participação dos bens de capital importados evoluiria de 4,2% para 25% da FBKF entre 1980 e 1995. Em suma, nesse novo estágio dos investimentos estaria em ação um forte viés favorável às compras de bens de capital, sobretudo importados, em detrimento dos investimentos em construção, fato que talvez represente um dos principais aspectos de continuidade que o plano econômico ensejou.

Passando aos elementos de ruptura trazidos pelo plano econômico, o autor destaca a estabilização com alteração no ambiente macroeconômico como sendo o fator mais importante. De certo, esta mudança (já discutida no segundo capítulo), suas repercussões sobre o comportamento da demanda esperada e o citado processo de alteração de preços relativos, fariam com que emergissem novas oportunidades de investimento até então adormecidas devido ao longo período de desajuste macroeconômico que, durante a década de 80 e o início da de 90, esteve associado às pesadas

transferências de recursos reais ao exterior, à escassez de investimento externo direto, à crônica crise fiscal-financeira do Estado brasileiro e à inflação.

Contornada a maior parte desses problemas, ao menos no curto prazo, pelo notável aumento do ingresso de capitais externos, emergiria então uma série de novas opções de investimento sobretudo ligadas aos setores de consumo durável e não durável, exatamente aqueles mais beneficiados inicialmente pela elevação expressiva da demanda e, por conseguinte, menos sujeitos à pressão competitiva das importações. Seria essa, portanto, a explicação mais plausível para a retomada discreta da taxa de investimento entre 1994 e 1995. A partir daí, como mostram os dados da tabela 3.4, passaria a ser percebida uma alteração positiva no estado das expectativas e elevar-se-ia significativamente a programação de ampliação da capacidade produtiva.

Exposta a posição de SOUZA (1996) que identifica, após uma série de ajustes nas estatísticas oficiais, uma retomada discreta porém positiva do investimento agregado, vejamos agora como as evidências levantadas por outros dois estudos empíricos – CNI/CEPAL (1997) e LAPLANE e SARTI (1997) – complementam a análise anterior trazendo novas informações qualitativas para a melhor compreensão dessa discreta elevação do investimento, principalmente no que tange a possível evolução da capacidade de crescimento da economia brasileira a partir de 1994. Atentemos, em primeiro lugar, para os resultados trazidos pela pesquisa CNI/CEPAL no que toca as decisões já efetivadas, intenções projetadas e a forma de materialização de investimentos segundo as respostas obtidas numa amostra de 730 empresas.

Ao observar os dados, de início já é confirmada, no âmbito da amostra, a tendência macroeconômica de uma recuperação do investimento. Como declaram 72% dos entrevistados (tabela 3.5) houve um ganho de confiança após o plano de estabilização, sendo que para 30,2% esse ganho foi elevado e para 41,8% foi baixo. É à luz desse indicador, portanto, que se pode compreender melhor o fato de que quase 56% das empresas assinalaram a existência de projetos de investimento superiores a 1 milhão de dólares para o período que vai de janeiro de 1995 a dezembro de 1999.⁶⁷

⁶⁷ Seria bom salientar também a esse respeito que nessa amostra foi identificado um número total de 3541 projetos em diversas fases de implementação ou análise, sendo que o valor total desses investimentos perfaz mais de 26 bilhões de dólares, o que leva o valor médio por empresa para os 7,44 milhões.

No que diz respeito às fases nas quais se encontrariam tais projetos, surgem outras evidências a destacar. Como se vê na tabela 3.6, quase um terço (31,3%) destes já estaria em fase final de execução e/ou instalação de equipamentos e 13,6% já estariam concluídos em 1997. Entretanto, quando se atenta para a porcentagem de projetos que apenas constituem intenções – em fase de análise, em busca de financiamento, com início indefinido devido às incertezas e em estudo preliminar – verifica-se um valor bastante elevado, da ordem de 37,7%. Como veremos mais adiante, esse pode se tornar um dado preocupante se admitirmos, coerentemente com a análise desenvolvida até aqui, que tanto as inconsistências da política econômica (que trouxe altíssimos níveis de déficits externos e juros extremamente elevados) como a imprevisibilidade do comportamento futuro dos fluxos externos de capitais, podem ameaçar a concretização dessas intenções ao elevar rapidamente a insegurança sobre a sustentação da própria estabilidade monetária.

Passando à identificação das principais formas de materialização que estes investimentos vêm assumindo e podem vir a assumir, são notados outros elementos importantes. Mais especificamente, os dados da tabela 3.7 mostram que os investimentos realizados no período 1992/94 (não computados na amostra) não diferiam sensivelmente daqueles efetivados no triênio 1994/96 no que toca suas principais formas de materialização. Ou seja, predominariam nesses períodos os investimentos em reposição de equipamentos e redução de custos, fato condizente com a necessidade urgente de modernização e redução parcial do *gap* tecnológico da indústria brasileira com os países mais desenvolvidos após o acúmulo de deficiências competitivas ao longo de uma década de estagnação (COUTINHO e FERRAZ, 1994).

No entanto, quando se contrapõe os dados desses períodos com o triênio 1997/99, constata-se que os itens novos produtos, principalmente, e novas plantas, em menor medida, ganham importância mais acentuada. Como também se observa, isto se deu sem que aquelas formas citadas acima perdessem grande importância relativa. Na verdade, o item redução de custos ainda apareceria como o segundo item mais assinalado (só perdendo para o fator novos produtos) enquanto a opção reposição de equipamentos permaneceria em terceiro. Em poucas palavras, talvez a decorrência mais direta desses dados seja a sinalização de que vai se tomando progressivamente mais difícil extrair ganhos de produtividade apenas com reposição de equipamentos. De fato, se supusermos de forma otimista que a atual fase pode se constituir como apenas o início da retomada do investimento, seria mesmo necessário que em algum momento fossem elevadas as anotações em outros itens, como aliás

parece estar programado dadas as assinalações mais freqüentes em expansão de plantas e a redução dessas no item desobstrução de gargalos para o período 1997/99.⁶⁸

Feita a descrição e a análise da tendência geral do investimento, sua fase de implementação e formas de realização, vejamos agora o aspecto crucial da ampliação da capacidade produtiva que se projeta a partir desses gastos.

De acordo com os dados da tabela 3.9, chama a atenção que, em comparação à capacidade produtiva de dezembro de 1994, os gastos em capital fixo das empresas vêm permitindo e continuarão a induzir uma ampliação sensível dessa capacidade de produção. Quando se toma a ampliação da capacidade já induzida até dezembro de 1996, vê-se que embora 35% das empresas tenham mantido ou mesmo reduzido sua capacidade de produção, a percentagem dos entrevistados que declara alguma ampliação perfaz um sub-total de 62%.

Mais ainda, quando se estima a capacidade produtiva em dezembro de 1999, constata-se uma elevação ainda maior, sendo que 64% indicam ampliação superior a 25% da capacidade dada em 1994. Este é, sem dúvida alguma, um dado bastante positivo, ainda mais quando se sabe que esta variável é um indicador fundamental para a consideração das possibilidades de efetivação de um hiato de investimentos. No entanto, é bom advertir que conclusões mais apropriadas a esse respeito exigem a confrontação desse resultado agregado com a evolução da produção industrial, e isto não só no plano agregado mas também na série de dados desagregados por gênero industrial.

Feita a apresentação dos principais dados agregados que permitem uma razoável aproximação do comportamento recente do investimento e suas características mais gerais, é chegado

⁶⁸ Ainda no que diz respeito às anotações das principais formas de materialização dos investimentos em capital fixo, é preciso ressaltar que o estudo de LAPLANE e SARTI (1997) junto à 27 empresas transnacionais trouxe informações que não são exatamente coincidentes com essas anotadas acima. De fato, constatou-se para o período 94/98 uma freqüência significativa (57%) de respostas assinaladas para a rubrica novas instalações, um valor que representa mais do dobro das anotações no item ampliação/modernização (23%), como mostra a tabela 3.8. O fato dessas informações não serem coincidentes, porém, não significa que estas sejam incompatíveis posto que se trata de um diferente objeto. A nosso ver, o que essa não coincidência pode estar mostrando é que sendo as empresas transnacionais em grande parte dos casos as protagonistas principais (líderes de mercados) em seus segmentos, cabe a estas em muitos casos a iniciativa de uma política de penetração mais agressiva. Além disso, não se deve esquecer também que esta informação certamente inclui a entrada de empresas estrangeiras até então ausentes como produtoras domésticas. Por outro lado, o fato de serem menos freqüentes as intenções de construção de novas fábricas quando se toma a amostra mais ampla das empresas sediadas no país pode estar mostrando que são, por enquanto, baixos os efeitos a montante e a jusante desses investimentos nas cadeias produtivas domésticas, pelo menos no que tange os estímulos para construção de novas unidades produtivas.

o momento de examinar as respostas dadas quanto aos seus determinantes. Isto porque, acreditamos que para se avaliar um eventual avanço da capacidade de crescimento torna-se essencial, por ora, a identificação dos principais objetivos, dos fatores que agem como estimuladores e daqueles que constituem entraves a um maior crescimento dos investimentos. Sem dúvida alguma, a realização dessa tarefa pode trazer à tona questões que explicitem melhor, não só os desafios da política econômica, mas também as próprias limitações do plano de estabilização como principal indutor dos investimentos, uma vez que, como se verá, deste derivam alguns obstáculos importantes para uma retomada mais significativa dos gastos em capital fixo. Façamos, de início, a apresentação dos principais objetivos e determinantes para, na seqüência, realizar um balanço mais cuidadoso dos elementos adversos que vêm influenciando sobremaneira o estado das expectativas dos agentes entrevistados.

Centrando as atenções nos dados da tabela 3.10, uma primeira evidência deve ser destacada: são as expectativas de crescimento do mercado interno, de ampliação das vendas e a necessidade de ampliação da capacidade produtiva os fatores cruciais que vêm induzindo a ampliação dos gastos em capital fixo. Quando se atenta para o caso específico das empresas transnacionais (LAPLANE e SARTI, 1997), nota-se na verdade a confirmação das evidências acima assinaladas (tabela 3.11), ou seja, também para tais empresas a perspectiva de crescimento do mercado interno representa, de longe, o item mais importante na determinação das estratégias de investimento. Ainda quanto às ETN também se observa, de um lado, que a maior proximidade com clientes e lançamento de novos produtos constituem outros elementos com importância destacada como indutores dos gastos em capital fixo. De outro, e em menor intensidade, a consolidação do MERCOSUL, a abertura comercial e entrada de novos concorrentes completam a lista dos principais determinantes.

Sem dúvida alguma, cremos que essas evidências corroboram as conclusões de BIELSCHOWSKY (1992) que apontavam que o comportamento medíocre do investimento brasileiro nos anos 80 havia sido determinado pela estagnação do mercado interno associado aos desajustes macroeconômicos. Na verdade, levando em conta a ocorrência de tais desajustes entende-se agora que a posição de “esperar para ver” das ETN justificou-se, tanto pelo grande potencial a ser explorado do mercado brasileiro, como também pela imobilização dos vultosos capitais ao longo do processo de industrialização entre os anos 50 e 70. Passada a turbulência, pelo menos num prazo curto, seria de se esperar então que fossem adotadas políticas mais agressivas de gasto, o que inclui a chegada de novas empresas estrangeiras até então ausentes do cenário nacional.

Vistos os principais objetivos dos investimentos, centremos agora nossas atenções na influência de um conjunto de fatores ligados à competitividade. Mais especificamente, vejamos como importam para a determinação da magnitude dos investimentos os fatores ligados a custos e a algumas variáveis macroeconômicas fundamentais.⁶⁹

No que tange à influência dos fatores ligados a custos, foram confirmados após a observação dos dados alguns dos apontamentos de SOUZA (1996). Em outras palavras, vemos através da tabela 3.12 que o barateamento dos bens de capital importados vem servindo como importante indutor dos investimentos. De fato, juntamente com o fator mão-de-obra, este elemento constitui a fonte de estímulos que mais vem afetando positivamente as decisões de ampliação da capacidade produtiva.

Por outro lado, quando se analisam as respostas sobre os principais entraves ao aumento dos gastos em capital fixo pela ótica dos custos, nota-se que o item custos da construção civil surge como alternativa mais citada, já que dois terços dos entrevistados assinalaram tal item como obstáculo, fato que também corrobora as conclusões de Souza já expostas acima. Ainda a esse respeito, também pode se ver que o item impostos vem agindo igualmente como barreira, ao lado dos fatores equipamentos nacionais e infra-estrutura (em menor intensidade).

Como no caso da influência dos fatores ligados a custos, a descrição dos resultados ligados às variáveis macroeconômicas (tabela 3.13) não apresentou conclusões surpreendentes. Funcionam como estímulos ao investimento tanto a estabilidade dos preços (em maior medida), como o patamar das taxas de juros internacionais, enquanto que agem como entraves a taxa de câmbio e, sobretudo, a taxa de juros doméstica. Observe-se ainda quanto a taxa de juros que no momento em que a pesquisa foi realizada – antes da crise asiática do último trimestre de 1997 e, portanto, antes da subida dramática da taxa doméstica em novembro do mesmo ano – nada menos

⁶⁹ A propósito dessa questão é bom enfatizar que a pesquisa CNI/CEPAL traz informações relativas à influência de outros fatores sobre a decisão de investimento, mais exatamente os aspectos ligados ao financiamento e aos incentivos governamentais. Quanto à importância das condições de financiamento, observou-se que sua ação vem sendo bastante diferenciada. Porém, destaca-se que a percentagem das empresas que revela ter seu patamar de endividamento como um obstáculo ao investimento é maior à que percebe a estrutura de seu passivo como favorável a realização de tais gastos. No que tange o autofinanciamento, constatou-se que para 58% das empresas a capacidade de autofinanciamento seria favorável ao investimento. Quanto à importância dos incentivos governamentais, embora a maioria das empresas percebam que os baixos níveis desses incentivos funcionem como desestímulo, ainda assim 40% delas avaliam este fator como favorável ao investimento.

que 72% das empresas já declaravam sua influência seria restritiva, sendo que desses, 56% a consideravam muito restritiva. Quanto a taxa de câmbio, embora em menor intensidade, sua ação sobre os investimentos teria sido também significativamente desfavorável.

Passando agora a um balanço conjunto desses dados, acreditamos que duas questões relevantes podem ser destacadas. Em primeiro lugar, deve-se frisar que, apontada a importância das expectativas de expansão do mercado interno como causa fundamental do acréscimo dos gastos em capital fixo, decorre que a interrupção da trajetória de crescimento pela política econômica (na tentativa de se estacar o desequilíbrio em transações correntes) pode se constituir numa séria ameaça à transformação das intenções (que certamente representam grande parte dos projetos declarados) em decisões de investimento na medida em que tais expectativas sejam afetadas negativamente daqui para frente. Vale dizer, o *stop and go* determinado pela política econômica pode acabar influenciando adversamente as expectativas dos agentes⁷⁰, tomando-se um sério obstáculo à uma maior e necessária elevação das taxas de investimento.⁷¹

Em segundo lugar, é preciso ressaltar que embora o plano de estabilização venha se constituindo como fator indutor de gastos através da queda da inflação, como contrapartida a modesta magnitude da ampliação dos investimentos ocorrida até o momento parece estar sendo determinada pela própria lógica interna do plano em questão – a baixa autonomia da política monetária discutida no segundo capítulo – ou pela condução específica da política econômica – que no caso da política cambial permitiu uma significativa apreciação da taxa de câmbio logo após a implementação de tal plano. É com base nesses apontamentos, portanto, que podemos entender melhor os dados da tabela 3.15, onde se vê que para 45% dos próprios entrevistados seria baixa ou nula (9%) a magnitude desta retomada, enquanto que para 40% esta seria apenas razoável.

Postos estes comentários, é preciso alertar antes de terminar a seção que a discussão realizada até aqui ainda é insuficiente para a avaliação de um possível avanço da capacidade de crescimento da economia brasileira nos anos 90. Na verdade, isto se dá não só porque teria passado

⁷⁰ O *stop and go* certamente reduziria ou, na melhor das hipóteses, postergaria as decisões de investimento.

⁷¹ Acreditamos que as respostas otimistas obtidas podem mesmo já ter sido revistas dada a crise dos mercados financeiros asiáticos iniciada em outubro de 97 e a decorrente revisão das previsões de crescimento da economia brasileira para os anos de 1998 e 1999. De fato, como mostram os dados da tabela 3.14, já no início de 1997 (etapa caracterizada por otimismo quanto ao futuro do plano Real) aspectos como riscos de recessão prolongada, crise no plano Real, incertezas quanto à estabilidade cambial e quanto à política comercial em muito já influenciavam a decisão de não investir das empresas.

pouco tempo desde o início da estabilidade monetária ou porque, como acreditam os mais otimistas, a retomada do investimento estaria apenas começando. Explicando melhor, o motivo principal que nos faz crer nessa insuficiência seria que, como visto no segundo capítulo, o debate sobre a capacidade de crescimento deve levar em conta de agora em diante a questão da sustentabilidade de nossa inserção externa, uma vez que, dados os níveis e a velocidade de crescimento dos déficits em transações correntes, um suposto avanço duradouro dessa capacidade de crescimento só ocorrerá se for verificado, simultaneamente ao constatado esforço de investimento, o enfrentamento do desequilíbrio verificado em transações correntes.

É preciso, portanto, não apenas discutir a viabilidade intertemporal dessa estratégia de endividamento externo mas também qual a perspectiva de evolução das importações e exportações a partir dos investimentos declarados, mesmo que se considere que este intento não permite extrapolações sobre a tendência futura do saldo comercial. Façamos primeiramente algumas considerações sobre a sustentabilidade do ciclo de endividamento externo.

Mesmo que consideremos a melhora da qualidade do financiamento externo verificada em 1996⁷², há elementos que colocam sérias dúvidas sobre a capacidade de sustentação da estratégia de endividamento no exterior. Explicando melhor, *“(a) contrapartida da entrada de maiores fluxos de financiamento e empréstimos, ainda que preponderantemente de médio e longo prazos, tem sido o aumento dos serviços da dívida externa (juros), bem como do montante de amortização a ser pago ou renegociado. Nesse sentido, na hipótese de permanência de déficits comerciais, o atual padrão de financiamento dependerá da entrada crescente de novos fluxos de empréstimos e financiamentos e de investimento estrangeiro, sobretudo de investimento direto. A rigor, este último apresenta limitações como forma de financiamento estável, dada a sua própria natureza. Seus impactos negativos sobre o balanço de pagamentos (remessa de lucros e dividendos) tendem a ser diluídos ao longo do tempo, enquanto os impactos positivos são concentrados.”* (LAPLANE e SARTI, 1997: 146). Sendo então ariscada a manutenção dessa estratégia, vejamos, por ora, as projeções sobre o comportamento futuro das importações a partir dos investimentos declarados.

Como se vê pelos dados da tabela 3.16, há uma perspectivas de continuidade da trajetória de elevação dos coeficientes de importação até 1999, pelo menos no que diz respeito aos

⁷² Ou seja, o fato de que nesse ano uma grande parcela (93%) do déficit em transações correntes tenha sido financiado investimentos diretos, reinvestimentos e financiamentos e empréstimos de médio e longo prazos.

impactos relativos aos investimentos assinalados. Chama a atenção, sobretudo, a previsão de que em 1999 apenas 38% dos entrevistados pretendem manter um coeficiente de importação inferior a 5%, o que contrasta fortemente com os atuais 52%. Outro dado também preocupante é a previsão de que em 1999, 17% têm a intenção de manter seu coeficiente de importação na faixa de 20 a 50% (contra os atuais 12%).

Mesmo sabendo que se trata apenas de uma aproximação, já que muito das importações são adquiridas por canais de comercialização que não passam diretamente pelo setor industrial, tais dados reforçam a necessidade de se investigar melhor aquele elemento que já no debate dos anos 80 assumia um papel central na análise: a capacidade de crescimento das exportações. Realizar esse intento, por sua vez, implica necessariamente avaliar quanto vêm investindo os agentes exportadores, o que nos leva, portanto, à investigação da composição setorial do investimento, objeto da terceira seção.

3.3- A composição setorial dos gastos em capital fixo: o investimento dos agentes exportadores e a possibilidade de eliminação dos hiatos de investimento localizados por gêneros industriais.

Como se viu na seção anterior, o plano de estabilização acentuou as alterações dos preços relativos iniciada nos anos 80. Face à aceleração do processo de abertura comercial e financeira e à nova tendência da política cambial no início dos anos 90, era de se esperar uma modificação acentuada na estrutura da demanda e no padrão de concorrência nos diversos mercados. Além disso, dado que os atores econômicos domésticos enfrentaram, de saída, esse processo em condições muito heterogêneas de competitividade (ECIB, 1992), é certo também que, após alguns anos, já seria possível identificar, preliminarmente, tanto os gêneros industriais que responderam positivamente em termos de produção industrial e investimentos, como aqueles que se tomaram os principais prejudicados nesses aspectos.

Sem perder de vista o objetivo de realizar uma melhor aproximação da capacidade de crescimento da economia brasileira nos anos 90, faremos daqui para frente uma análise mais desagregada dos dados. Em poucas palavras, veremos um pouco mais de perto quais são os agentes

que vêm liderando o processo de investimento procurando identificar se estes correspondem aos atores que apresentaram melhor desempenho em termos do produto industrial. Na seqüência veremos também como se projeta o investimento e a ampliação da capacidade produtiva dos agentes exportadores bem como qual a expansão prevista das exportações a partir desses investimentos, passos indispensáveis à identificação de possíveis *trade-offs* entre crescimento das vendas externas e elevação da produção industrial. Sem dúvida alguma, tal exercício pode servir de base para a realização de novos estudos que permitam uma melhor estimativa da sustentabilidade ou mesmo aceleração do modesto ritmo de crescimento experimentado por nossa economia até o presente momento.

Começando pela análise da evolução da produção na indústria de transformação entre 1990/96 é necessário diferenciar os sub-períodos para que não seja comprometida a informação disponível. Nesse sentido, pela observação dos dados gerais da tabela 3.17 classificou-se o período 1990/92, obviamente, como etapa recessiva (queda acumulada de 15% da produção industrial), o biênio 1993/94 como período de retomada (crescimento de 16% da produção) e o biênio 1995/96 como etapa de desaceleração (modesto crescimento de 3% do produto industrial).

Quando se observam as informações por categorias de uso, no entanto, já se destacam importantes diferenciações setoriais. Mais especificamente, chama a atenção o melhor desempenho do setor de bens de consumo (duráveis e não duráveis) que, além de ter enfrentado uma redução menos intensa da sua produção no período recessivo (-8%), foi o único setor que apresentou crescimento significativo do produto (11%) no chamado período de desaceleração. Ainda no que toca os segmentos de melhor desempenho (tabela 3.18), é preciso ressaltar que quando se analisa a evolução da produção por gêneros industriais após 1992, despontam os materiais elétricos e de comunicações, mobiliário, material de transporte, produtos de matérias plásticas e bebidas como principais beneficiados.

Quanto aos bens intermediários, destacam-se duas evidências: em primeiro lugar, o fato deste ter sido o setor que menos expandiu sua produção no período da recuperação (12%) – o que pode revelar a menor importância relativa das vendas internas para essa categoria que engloba uma grande parte dos exportadores –; em segundo lugar, destaca-se o baixo crescimento do produto no período 1995/96 (3%). No extremo oposto aos bens de consumo surge o setor de bens de capital como aquele que obteve o pior desempenho em termos de produção, seja na recessão (-22%), seja na

desaceleração que, na verdade, constituiu-se como etapa de forte decréscimo do seu produto (-14%).

Focalizando os principais prejudicados em termos de produção industrial, merece atenção o péssimo desempenho dos gêneros couros e peles, têxtil, vestuário e calçados, fumo e madeira. No que diz respeito aos demais gêneros não assinalados que apresentaram desempenho intermediário, deve ficar claro que a inclusão da mecânica nessa categoria se justifica pelo fato de ter havido uma sensível queda de seu produto (-15%) na desaceleração após a significativa expansão do período da recuperação (42%), dado que, sem dúvida, revela as dificuldades que emergiram nesse ramo após 1994 com a abertura às importações.

Identificados os segmentos de melhor e pior desempenho em termos do produto industrial, vejamos agora qual é a composição setorial declarada do investimento no intuito de averiguar, de um lado, se são os beneficiados os que mais vêm investindo, e, de outro, definidos os agentes exportadores, qual sua participação no total dos investimentos projetados. Após a realização dessas considerações sobre a composição do investimento, acrescentaremos uma análise da ampliação projetada da capacidade produtiva tendo como referência os níveis de ociosidade produtiva para os gêneros industriais em outubro de 1996. Feito isso, será possível averiguar melhor a ocorrência e intensidade de um suposto avanço na capacidade de crescimento da economia ou, alternativamente, identificar possíveis focos de hiato de investimentos, focos estes que, como explicado no primeiro capítulo, podem trazer *trade-offs* localizados entre o crescimento da produção e a sustentação das exportações num futuro próximo.

Como se observa pela tabela 3.19, destacam-se entre os segmentos que mais vêm investindo em ordem de importância os ramos metalúrgico, extrativa mineral, química, material de transporte, produtos farmacêuticos e veterinários, papel e papelão e produtos alimentares. De fato, todos esses ramos apresentam elevado valor total estimado dos gastos em capital fixo e/ou elevado valor estimado por projeto. Entre os segmentos que apresentaram desempenho intermediário deve-se destacar os ramos têxtil, material elétrico e comunicação, minerais não metálicos, matérias plásticas e bebidas, sendo que, à exceção do primeiro, os demais apresentam pequeno número total de projetos e valores médios razoavelmente elevados. Quanto aos segmentos que projetam fraco desempenho em termos de investimento, mecânica, madeiras e mobiliário, borracha, vestuário e calçados e editorial e gráfica completam a listagem.

Da exposição desses dados conclui-se que não são os setores de melhor desempenho recente em termos de produto industrial os que mais projetam investimentos. Na verdade, à exceção dos materiais de transporte – que vêm associando bom desempenho nos dois aspectos – material elétrico e comunicações, matérias plásticas e bebidas – que apresentam comportamento intermediário em termos de investimento e desempenho positivo em termos da produção – os demais gêneros não listados não registram êxito simultâneo nas duas variáveis em questão.

Postas essas observações, acreditamos que a ausência de correlação direta entre o comportamento da produção industrial e do investimento deve estar refletindo a necessidade de elevação generalizada da capacidade produtiva após longo período de estagnação mesmo nos espaços industriais onde o avanço da produção no passado recente não tenha sido bastante positivo. Em outras palavras, após a abertura da economia, as perspectivas de restauração das bases competitivas – através, por exemplo, da maior aquisição de componentes e equipamentos importados – e aproveitamento do potencial do mercado interno em expansão se fazem mais atuantes como estímulo ao investimento que o comportamento recente da produção.

Feitas essas considerações sobre a baixa correlação entre investimentos e crescimento da produção no período recente, passemos ao exame do comportamento dos agentes exportadores no intuito de avaliar sua participação no total dos investimentos projetados. Após isso, estaremos aptos a avançar um pouco mais na discussão sobre a suposta evolução da capacidade de crescimento trazendo à discussão os dados de utilização da capacidade produtiva e ampliação projetada desta para 1999 para vários gêneros industriais, inclusive aqueles que englobam os agentes exportadores.

A partir dos dados das tabelas 3.20 e 3.21, definimos como agentes exportadores aqueles gêneros industriais que mantiveram no período 90/96 a relação exportação/vendas acima do patamar de 10% e/ou detiveram elevadas (acima dos 5%) participações de suas exportações no total das vendas externas na maior parte desse período.⁷³ Usando esse critério, constata-se então que podem ser denominados agentes exportadores os gêneros da metalúrgica, mecânica, material de

⁷³ Tal critério, a despeito de ser arbitrário, é amplo o suficiente de modo a não contrariar a hipótese dos defensores da política econômica de que um grande número de agentes passaria a buscar maior envolvimento com o comércio exterior, dadas as transformações em curso.

transporte, madeira e mobiliário, papel e papelão, borracha, química, couros e peles, têxtil e vestuário e calçados, ou seja, 10 entre os 17 gêneros em questão.⁷⁴

Posto isso, constata-se então que estão presentes dentro do grupo dos sete segmentos que mais declararam investimentos, quatro gêneros industriais (metalurgia, química, material de transporte e papel e papelão)⁷⁵ classificados como agentes exportadores. Por outro lado, dentro do grupo dos cinco ramos que menos vêm investindo há outros quatro gêneros exportadores (mecânica, madeira e mobiliário, borracha e vestuário e calçados). Finalmente, no bloco dos cinco segmentos que apresentam desempenho intermediário encontra-se o último dos exportadores: o ramo têxtil.

Em que pesem essas observações, é preciso ressaltar que mesmo entre os quatro ramos exportadores que mais vêm investindo, à exceção do segmento material de transporte, o nível dos investimentos declarados ainda é baixo ou apenas razoável para a maioria dos próprios entrevistados como mostra a tabela 3.22. Esse cruzamento de informações nos leva, então, à investigação conjunta da projeção de ampliação da capacidade produtiva e dos atuais níveis de ociosidade produtiva – para os exportadores e, posteriormente para os demais agentes – no intuito de avaliar melhor a possibilidade de avanço da capacidade de crescimento.

Vejamos então para quais segmentos a ampliação estimada da capacidade de produção a partir dos investimentos projetados se faz significativa a ponto de tornar compatível, num futuro próximo, uma desejada ampliação da produção e o crescimento significativo das exportações – condição absolutamente necessária para viabilizar a elevação dos ritmos de crescimento simultaneamente à realização de um vigoroso e imposterável combate ao desequilíbrio em transações correntes.

Considerando conjuntamente a ampliação projetada da capacidade produtiva e os níveis de ociosidade registrados em outubro de 1996, verificamos que não há razões para se crer no estabelecimento de *trade-offs* no futuro próximo entre o crescimento da produção industrial e sustentação e expansão das exportações, não só para os agentes exportadores como também para os

⁷⁴ Nossa análise de agora em diante, porém, deve se restringir a nove gêneros industriais posto que não há dados de investimento desagregados para o segmento couros e peles na amostra da CNI/CEPAL (1997).

⁷⁵ Deve-se observar também na tabela 3.21 que tais segmentos possuem grande participação no total exportado, o que sem dúvida alguma representa uma boa notícia a princípio.

demais gêneros. Na verdade, numa primeira aproximação, pode-se afirmar que apenas o ramo madeira e mobiliário poderia esbarrar nos próximos anos num hiato de investimentos que trouxesse tal *trade-off*, posto que este segmento declarou poucos gastos em capital fixo e projetou ampliação da capacidade muito aquém da média geral. Deve-se ressaltar, porém, que os dados da tabela 3.23 apontam que nesse segmento, à exceção dos demais exportadores, tem-se constatado um comportamento pró-cíclico das exportações, ou seja, não tem ocorrido nesse caso um esforço exportador nos momentos de retração, nem mesmo queda das exportações no período de retomada.

O fato de não haver evidências de estabelecimento de hiatos localizados de investimento obviamente não implica que a questão da possibilidade de crescimento com expansão das exportações esteja equacionada. Isto porque, tendo em vista o desempenho diferenciado desses gêneros em termos de investimentos e produção industrial no passado recente, torna-se crucial identificar não só quais agentes se tornam candidatos a liderar um eventual processo de crescimento do produto e das exportações, como quais sairão menos aptos ao cumprimento dessa tarefa. Explicando melhor, devemos destacar quais agentes vêm enfrentando adversidades mais intensas no sentido de buscar avaliar preliminarmente se o impacto de uma eventual estagnação ou redução dos ritmos de crescimento de suas exportações será significativo a ponto de comprometer o comportamento futuro do total exportado. Além disso, também será preciso expor uma estimativa de expansão geral das exportações a partir dos investimentos declarados na pesquisa para que, dada a estimativa de ampliação das importações já vista, possa ser iniciado um melhor balanço sobre a evolução da capacidade de crescimento com equilíbrio externo. Iniciemos considerando os segmentos de melhor desempenho.

Entre os ramos que apresentaram desempenho mais positivo em termos de produção e investimentos, sobretudo no que toca a ampliação da capacidade produtiva, destacam-se a metalurgia, material de transporte, química, papel e papelão e borracha (entre o grupo dos exportadores) e os ramos minerais não metálicos, material elétrico e comunicações, produtos alimentares, produtos farmacêuticos, matérias plásticas, bebidas e editorial e gráfica (entre os demais agentes). Façamos, então, algumas considerações sobre o sub-grupo dos exportadores para depois examinar os demais agentes.

O segmento metalúrgico encontra-se entre os que mais declararam investimentos sendo que o efeito destes sobre a capacidade de produção deve ser bastante significativo como prova

o fato de 62,7% dos entrevistados declararem expansão projetada superior a 25% até 1999 (tabela 3.24). Sendo assim, não obstante os elevados níveis de utilização da capacidade (92% em 10/96) e a leve redução do seu produto industrial entre 1995/96, acreditamos que esse segmento poderá ampliar exportações sem prejudicar a oferta para o mercado interno, o que de certa forma está indicado na tabela 3.25 onde se compara a participação esperada das exportações no faturamento das empresas entre 1996 e 1999.

Da mesma forma, os materiais de transporte também são fortes candidatos a expandir as vendas externas sem comprometer as internas. Estes também estão entre os principais investidores e também planejam elevar significativamente a capacidade de produção (acima dos 25% até 1999 para 60,1% dos entrevistados). Como no caso anterior, aqui se verifica a intenção de expandir a participação das exportações no faturamento até 1999, o que representa um bom indício dada a elevada participação das exportações desse ramo no total exportado. Além disso, deve-se destacar que na desaceleração (1995/96) este segmento mostrou desempenho superior à média registrando crescimento da produção de quase 5%.

Quanto ao ramo papel e papelão, deve-se frisar que embora a maioria dos entrevistados não tenha apontado elevação da capacidade de produção superior a 25% até 1999 e fosse elevado o grau de utilização dessa capacidade em outubro de 1996 (91%), seu bom desempenho relativo em termos da produção industrial no biênio 1995/96 somado à elevada participação dos seus investimentos no total pesquisado, fazem deste um dos segmentos mais beneficiados. Ainda seria relevante citar que um terço dos entrevistados pretende ter sua capacidade de produção ampliada em mais de 50% e são bastante positivas as expectativas de elevação dos coeficientes de exportação (tabela 3.25).

O comportamento descrito pelo segmento químico na verdade é bastante semelhante ao do gênero anterior. Este também se enquadra entre os principais investidores, apresentou desempenho em termos de produto industrial igualmente superior à média geral no biênio de desaceleração, projeta ampliação sensível da capacidade até 1999 (76,7% dos entrevistados desejam elevá-la mais que 25%) e pretende elevar, porém em menor intensidade, a participação das exportações no faturamento. Quanto a essa última questão, acreditamos que essa elevação projetada menos acentuada se deve ao fato deste setor apresentar coeficiente de exportação bem inferior aos demais já listados (apenas 4%), o que significa que o mercado externo aqui é relativamente menos

importante. Deve ser lembrado, porém, que a participação de suas exportações na pauta é elevada (9% do total da indústria de transformação em 1995) justificando sua inclusão nessa categoria.

Completando a lista dos agentes exportadores de melhor desempenho temos o gênero da borracha onde a totalidade dos entrevistados declarou intenção de ampliação significativa da capacidade (acima de 25%) até 1999, mesmo tendo sido a totalidade dos investimentos declarados bastante baixa. Aqui também se projeta expansão das exportações, mas chama também a atenção o fraco desempenho de sua produção industrial no período da desaceleração (-0,3%).

Passando aos agentes não exportadores que tendem a apresentar desempenho favorável, podemos destacar as seguintes observações. Os produtos farmacêuticos e alimentares podem ser favorecidos basicamente por estarem inseridos no grupo dos atores que mais declararam investimentos e por manifestarem a intenção de ampliação significativa da capacidade (75% e 67,7% dos entrevistados, respectivamente). Pode-se frisar também que os demais agentes (minerais não metálicos, material elétrico e comunicações, matérias plásticas, bebidas e editorial e gráfica) mesmo não tendo declarado investimentos em grande monta também planejam elevação sensível da capacidade de produção, uma vez que em todos esses gêneros mais de 70% dos empresários entrevistados declaram ampliação superior a 25% até 1999. Na verdade, esses dados revelam a elevada eficiência dos atuais gastos em capital fixo, vale dizer a possibilidade de grande ampliação da capacidade produtiva através de gastos relativamente reduzidos. Tal fato certamente traz mais otimismo no que diz respeito à não ocorrência de *trade-offs* localizados. Porém, como já frisado, não basta para corroborar a hipótese de ampliação da capacidade de crescimento devido à baixa magnitude dos gastos em capital e ao impacto incerto sobre o comércio exterior.

Postas estas questões, resta tratar brevemente daqueles segmentos (mecânica, têxtil, vestuário e calçados) mais sujeitos a um fraco desempenho daqui para frente, segmentos estes que na sua totalidade estão inseridos no grupo dos agentes exportadores, dado preocupante se pensarmos o provável impacto negativo sobre o comportamento das exportações no futuro próximo.

A mecânica talvez seja o foco de maiores preocupações uma vez que a participação de suas exportações no total da pauta da indústria de transformação é elevada (8% em 1995 de acordo com a tabela 3.21). Esse segmento está entre os que menos declarou investimentos e sofreu forte redução (-15%) do seu produto industrial no biênio 1995/96. Se considerarmos, em acordo com as

evidências levantadas, que é maior o risco de não confirmação das intenções de investimentos nos casos onde há uma interrupção da trajetória de expansão, decorre que não se deve esperar desse segmento uma resposta positiva na ausência de uma política de estímulos mais eficaz.

O mesmo talvez possa ser dito para o ramo têxtil e para o segmento vestuário e calçados já que estes enfrentaram queda da produção da ordem de 8,8% e 8,4% na desaceleração, respectivamente. Nesses casos também a estimativa de grande elevação da capacidade, por mais que permita a elevação simultânea das vendas internas e das exportações, não indica que os efeitos sobre o crescimento aqui gerados serão significativos dados os baixos gastos em capital fixo.

Feitos esses comentários, é o momento de atentarmos para o que os dados nos revelam sobre o provável efeito sobre as exportações dos gastos em capital fixo declarados. Esse tópico, na verdade, encerra nossa análise sobre as evidências de ampliação da capacidade de crescimento posto que confronta a questão do comportamento do investimento com a questão externa, mais especificamente a necessidade de redução dos déficits externos como condição necessária à continuidade e aceleração da trajetória de crescimento.

Sem dúvida alguma, os dados confrontados das tabelas 3.26 e 3.16 trazem informações valiosas como pontos de partida para novas e mais completas investigações acerca da tendência futura dos saldos comerciais. A conclusão fundamental que pode ser extraída aponta que, por mais que seja correto que o potencial de crescimento das exportações a partir dos investimentos esteja em avanço, sua magnitude parece bastante pequena se comparada à elevação projetada das importações.

Na verdade, sobre esse assunto vários fatos não podem passar despercebidos, como por exemplo o dado de que 56% dos investimentos do período 1995/96 não geraram efeito algum sobre as exportações. Além disso, é bom frisar que talvez em função da maior importância do mercado interno, um terço dos investimentos previstos para 1997/99 ainda tenha impacto nulo sobre as vendas externas muito embora nessa fase comecem a se fazer mais importantes os investimentos em novos produtos. Em contrapartida, quanto às importações, sua trajetória de contínuo crescimento espelha os investimentos já efetivados que priorizam aumento de eficiência e redução de custos.

Postas estas evidências, deve-se acrescentar, por fim, uma conclusão acerca dos meios pelos quais se pretende combater os elevados níveis de desequilíbrio comercial. Mais especificamente, acreditamos que a alternativa de redução dos ritmos de crescimento para corrigir esse desajuste pode trazer mais problemas do que soluções no médio prazo. É fundamental lembrar que grande parte dos investimentos declarados ainda são apenas intenções que certamente serão negativamente influenciadas quanto mais instável for o comportamento da demanda. Não é demais lembrar que esses riscos de recessão prolongada e crises no Plano Real constituem os principais focos de incerteza. Conseqüentemente, embora a recessão possa funcionar como paliativo no curto prazo, afetar negativamente as decisões de investimento significa ameaçar a concretização até mesmo dessa modesta recuperação anunciada das exportações.

3.4- Conclusões

Expostas as principais evidências sobre o comportamento dos investimentos, é chegado o momento de realizar um breve balanço no intuito de avaliar os impactos esperados sobre a capacidade de crescimento no futuro próximo. Em primeiro lugar, retomemos algumas das evidências mais positivas.

Dentre essas devemos destacar os resultados trazidos pela pesquisa CNI/CEPAL (1997) que apontam intenções de ampliação significativa da capacidade de produção a partir da retomada dos investimentos identificada. Quanto a esse aspecto, vimos que se trata de uma tendência generalizada posto que até nos segmentos que declararam poucos investimentos a ampliação da capacidade projetada é bastante significativa. A razão para ocorrência de tal fenômeno, segundo nossa compreensão, encontra-se no fato da retomada dos investimentos estar inserida por ora no que se chama de fase de rendimentos crescentes, ou seja, uma fase inicial dominada principalmente pelos objetivos de elevação da eficiência produtiva e redução de custos, estes últimos possíveis em grande parte pela abertura da economia às importações de bens de capital e insumos importados de baixo preço.

Outra decorrência positiva da ampliação de capacidade estimada deve ser, se forem confirmadas as projeções, a redução das chances de surgimento no futuro próximo de *trade-offs* localizados entre a expansão da produção para os mercados externo e interno. Essa previsão certamente é muito favorável porque pode indicar que daqui para frente, contrariamente ao que se observou nos anos 80 e primeira metade dos 90, o desempenho exportador seja de fato favorecido pela expansão interna. Nesse caso, a inserção externa das empresas brasileiras poderia deixar de ser determinada primordialmente pela política de exportação de excedentes nos momentos de retração para tornar-se parte de uma estratégia de conquista de mercados externos e avanço competitivo. No plano agregado a principal consequência é a possibilidade que se abre para enfrentar o desequilíbrio externo elevando exportações ao mesmo tempo em que se expande a produção para o mercado doméstico.

Pois bem, colocadas essas questões, será que elas representam indicadores suficientes que permitem apontar para o avanço da capacidade de crescimento da economia brasileira? Nossa posição a esse respeito frisa que a resposta afirmativa não pode ser dada enquanto não surgirem evidências mais amplas que indiquem um crescimento muito positivo das exportações e/ou redução das importações, uma vez que, como vimos no segundo capítulo, tal avanço só pode se verificar se ocorrer uma redução significativa dos atuais níveis dos déficits em transações correntes. Ainda quanto à antecipação da trajetória da conta comercial, consideramos que mesmo que os exercícios aqui realizados não tenham poder preditivo, estes podem, de certo, servir de base como informação qualitativa para futuros trabalhos.

No que diz respeito às formas eventualmente escolhidas para redução do déficit comercial, podemos destacar a título de conclusão que a situação a que estamos sujeitos parece revelar um perigoso dilema. Se os *policy makers* não refrearem por algum tempo a atividade econômica para conter os níveis dos déficits comerciais, aumentam os riscos de ataques desestabilizadores à nossa moeda como ocorrido recentemente no sudeste asiático, fato que, sem dúvida alguma, pode eliminar os avanços até aqui conquistados no âmbito da estabilidade monetária. Por outro lado, se o fizerem haverá indubitavelmente maiores dificuldades para se converter as intenções em decisões de investimento posto que, como se viu, a ligeira retomada desses até o momento tem tido como determinante fundamental a expectativa de crescimento do mercado interno. Nesse último caso, poder-se-ia comprometer até mesmo a trajetória de crescimento dos investimentos até aqui caracterizada por magnitudes de gastos reduzidas.

Uma segunda decorrência preocupante da observação dos dados diz respeito ao impacto desses gastos sobre o potencial de crescimento até o momento e às evidências de transformação em curso nas cadeias produtivas. Devemos assinalar que sendo baixo o montante registrado de investimentos e mais importantes os preceitos de redução de custos e aumento de eficiência, também não se deve esperar a partir desses gastos que haja uma ampliação das taxas de crescimento na magnitude necessária ao enfrentamento dos problemas remanescentes de atraso competitivo de nossa indústria.

Além disso, é necessário explicitar que conclusões sobre adensamento das cadeias produtivas ainda se constituem meras especulações, não só porque para tanto seria necessário elevar mais os investimentos, como também porque registramos que os agentes mais beneficiados nesse sentido localizam-se nos setores produtores de bens de consumo de elevada presença de insumos importados. Não devemos esquecer também a esse propósito que importantes elos das cadeias produtivas, como a mecânica, estão passando por sérias dificuldades (redução da produção da ordem de 15% no período 95/96) e sua reação vem sendo a diminuição das áreas de atuação. O mesmo pode ser dito quando se examina, dentro das categorias de uso, setores como bens de capital (que acumulou queda de 14% no mesmo período) e bens intermediários (que apresentou baixo crescimento no mesmo período).

Diante dessas evidências não é demasiado lembrar a necessidade de se realizar, daqui para frente, políticas mais abrangentes de estímulo à competitividade nesses setores juntamente com a revisão dos graus de exposição desses agentes à concorrência externa. Sem dúvida alguma, essa tarefa é urgente e necessária para evitarmos que o otimismo dos *policy makers* não se transforme em um imobilismo que nos traga surpresas indesejadas porém, de certa forma, antecipáveis.

Tabela 3.1

| Brasil: Formação bruta de capital fixo total e sua estrutura (em % do PIB) | | | | | | | | | | |
|--|--|------------|-------------------------|------------|--------|---|------------|-------------------------|------------|--------|
| (1970/95) | | | | | | | | | | |
| período | investimento e seus componentes a preços correntes | | | | | investimento e componentes a preços de 1980 | | | | |
| | FBKF | Construção | Máquinas e equipamentos | | Outros | FBKF | Construção | Máquinas e Equipamentos | | Outros |
| | | | nacionais | importados | | | | nacionais | importados | |
| 1970-79 | 21,4 | 12,6 | 6,4 | 2 | 0,4 | 23,3 | 13,4 | 7,7 | 1,7 | 0,4 |
| 1980-89 | 22,2 | 15 | 5,8 | 0,7 | 0,6 | 18,5 | 12,5 | 4,7 | 0,8 | 0,5 |
| 1990-94 | 20,5 | 14,3 | 4,9 | 0,9 | 0,4 | 14,6 | 10,3 | 2,6 | 1,3 | 0,3 |
| 1970-74 | 20,3 | 11,7 | 5,9 | 2,4 | 0,2 | 22,5 | 12,8 | 7,6 | 1,8 | 0,3 |
| 1975-79 | 22,5 | 13,5 | 7 | 1,5 | 0,5 | 24,1 | 14,1 | 7,9 | 1,6 | 0,6 |
| 1980-84 | 21,9 | 14,4 | 6,1 | 0,8 | 0,6 | 19,7 | 13,3 | 5,1 | 0,8 | 0,6 |
| 1985-89 | 22,5 | 15,7 | 5,6 | 0,6 | 0,6 | 17,3 | 11,8 | 4,4 | 0,7 | 0,5 |
| 1990-94 | 20,5 | 14,3 | 4,9 | 0,9 | 0,4 | 14,6 | 10,3 | 2,6 | 1,3 | 0,3 |
| 1995 | 20,6 | 14,4 | 4,8 | 1,3 | 0,3 | 16,7 | 9,6 | 2,6 | 4,2 | 0,3 |

Fonte: SOUZA (1997:100)

Tabela 3.2

| Brasil: Formação bruta de capital fixo total e sua estrutura (% da FBKF) | | | | | | | | | | |
|--|--|------------|-------------------------|------------|--------|---|------------|-------------------------|------------|--------|
| (1970/95) | | | | | | | | | | |
| período | investimento e seus componentes a preços correntes | | | | | investimento e componentes a preços de 1980 | | | | |
| | FBKF | Construção | Máquinas e equipamentos | | Outros | FBKF | Construção | Máquinas e Equipamentos | | Outros |
| | | | nacionais | importados | | | | nacionais | importados | |
| 1970-79 | 100 | 59 | 30,1 | 9,2 | 1,8 | 100 | 57,7 | 33,2 | 7,3 | 1,7 |
| 1980-89 | 100 | 67,7 | 26,7 | 3,3 | 2,8 | 100 | 67,6 | 67,6 | 4,1 | 2,8 |
| 1990-94 | 100 | 69,6 | 24,1 | 4,4 | 1,9 | 100 | 7,8 | 18,1 | 9,2 | 1,9 |
| 1970-74 | 100 | 58 | 29,1 | 11,8 | 1,1 | 100 | 57,1 | 33,8 | 8 | 1,1 |
| 1975-79 | 100 | 59,9 | 31 | 6,8 | 2,3 | 100 | 58,2 | 32,7 | 6,7 | 2,3 |
| 1980-84 | 100 | 65,6 | 27,8 | 3,8 | 2,8 | 100 | 67,3 | 25,6 | 4,2 | 2,9 |
| 1985-89 | 100 | 69,7 | 24,8 | 2,8 | 2,7 | 100 | 67,8 | 25,4 | 4 | 2,7 |
| 1990-94 | 100 | 69,6 | 24,1 | 4,4 | 1,9 | 100 | 70,8 | 18,1 | 9,2 | 1,9 |
| 1995 | 100 | 70 | 23,2 | 6,2 | 1,6 | 100 | 57,8 | 15,6 | 25 | 1,6 |

Fonte: SOUZA (1997:102)

Tabela 3.3

| Formação bruta de capital fixo/ PIB (%) (1970/95) | | | | | | |
|--|--------------------------------|----------------|---------------------|--------------------------------|----------------|---------------------|
| período | Formação bruta de capital fixo | | | Formação bruta de capital fixo | | |
| | A preços correntes | | A preços de 1980 | A preços correntes | | A preços de 1980 |
| | série original | série ajustada | | série original | série ajustada | |
| 1970-79 | 22,6 | 22,6 | 24,3 | 21,4 | 21,4 | 23,3 |
| 1980-89 | 22,2 | 20,7 | 18,5 | 22,2 | 20,7 | 18,5 |
| 1970-74 | 21,9 | 21,9 | 23,6 | 20,3 | 20,3 | 22,5 |
| 1975-79 | 23,4 | 23,4 | 25 | 22,5 | 22,5 | 24,1 |
| 1980-84 | 21,4 | 20,7 | 19,3 | 21,9 | 21,2 | 19,7 |
| 1985-89 | 23 | 20,7 | 17,8 | 22,5 | 20,2 | 17,3 |
| 1990-94 | 20,5 | 16,7 | 14,6 | 20,5 | 16,7 | 14,6 |
| 1994 | 20,8 | 16,6 | 15 | 20,8 | 16,6 | 15 |
| 1995 | 20,6 | 16,4 | 16,7 | 20,6 | 16,4 | 16,7 |

Fonte: SOUZA (1997:104)

Tabela 3.4

| Taxa de expansão programada da capacidade instalada na indústria brasileira para o ano de 1997 | | | | |
|---|---------|------|------|----------------------------------|
| Gênero | 1988-94 | 1995 | 1996 | 1996/(88-94) taxa de variação |
| Total da indústria de transf. | 2 | 6 | 14 | 600 |
| Editorial e gráfica | 3,8 | nd | 26 | 584 |
| Bebidas | 7,6 | 11 | 24 | 217 |
| Química | 2,4 | 1 | 20 | 724 |
| Mat. elétrico e de comunicações | 6,3 | 10 | 18 | 186 |
| Perfumaria, sabões, detergentes | 1,6 | 12 | 17 | 982 |
| Prod.de minerais não metálicos | 2,9 | 3 | 15 | 425 |
| Mecânica | 3,7 | 13 | 14 | 277 |
| Celulose, papel e papelão | 4,9 | 2 | 14 | 188 |
| Mobiliário | 7,3 | 12 | 13 | 78 |
| Prod. de matérias plásticas | 3,9 | 11 | 13 | 237 |
| Produtos alimentares | 4 | 6 | 13 | 225 |
| Madeira | 4 | 5 | 12 | 200 |
| Couros e peles | 5,9 | 9 | 12 | 105 |
| Prod.farmacêuticos e veterinários | 1,7 | 8 | 12 | 600 |
| Vestuário, calçados | 3,3 | 5 | 12 | 265 |
| Material de transporte | 1,6 | 6 | 11 | 600 |
| Metalúrgica | 2,7 | 3 | 9 | 232 |
| Borracha | 4,3 | 2 | 8 | 87 |
| Têxtil | 3,4 | 8 | 2 | -42 |

Fonte: CET/IBRE/FGV, Sondagem Conjuntural. Conjuntura Econômica, extraído de SOUZA (1997:115)

Tabela 3.5

| Confiança na capacidade de êxito após o plano Real (em % dos entrevistados da amostra) | | | | |
|---|-------------------|-------------------|-------------|---------|
| total | aumentou muito | aumentou pouco | não alterou | reduziu |
| 100 | 30,2 | 41,8 | 16,3 | 11,6 |

Fonte: CNI/CEPAL (1997).

Tabela 3.6

| Valor aproximado dos projetos segundo estágios | | |
|---|------------------------------|----------------------------|
| | valores (milhões de US\$) | Participação percentual |
| Total | 26330,6 | 100 |
| 1-Concluídos (iniciados após 01/95) | 3575,1 | 13,6 |
| 2-Em fase de execução de obras e/ou absorção de equipamentos | 8246,3 | 31,3 |
| 3-Com execução decidida e início programado entre 01/97 e 12/99 | 4581,5 | 17,4 |
| 4- Em fase de análise econômico-financeira ou em busca de financiamento (início anterior a 12/99) | 4325 | 16,4 |
| 5-Projetos decididos, mas com início indefinido devido à incertezas na economia nacional e/ou internacional | 1966,5 | 7,5 |
| 6-Oportunidade identificada, em fase de estudo preliminar | 3636,3 | 13,8 |

Fonte: CNI/CEPAL (1997: 17)

Tabela 3.7

| Formas predominantes de materialização dos investimentos (em %) | | | |
|--|---------|---------|---------|
| | 1992-94 | 1995-96 | 1997-99 |
| Reposição de equipamentos | 57,3 | 55,2 | 49 |
| Desobstrução de gargalos | 30,2 | 43,4 | 32,9 |
| Redução de custos | 52,2 | 61,9 | 54 |
| Expansão de plantas | 33,3 | 41,7 | 47,4 |
| Nova planta | 11,4 | 20,4 | 32,9 |
| Novos produtos | 27,1 | 39,2 | 57,3 |

Fonte: CNI/CEPAL (1997: 18)

Tabela 3.8

| Investimentos diretos estrangeiros - 1994/98 | | | | |
|--|-------------------|------------------------|----------------------|-------|
| Composição dos investimentos por setor (%) | | | | |
| Setor | Novas instalações | Ampliação/Modernização | Aquisição/Associação | Total |
| Autoveículos | 65,4 | 32 | 2,7 | 100 |
| Eletrônica | 87,3 | 12 | 0,7 | 100 |
| Química/farmacêutica | 37 | 34,3 | 28,7 | 100 |
| Alimentos e bebidas | 13,2 | 5,8 | 81 | 100 |
| Cimento/gesso | nd | nd | 100 | 100 |
| Embalagens | 54 | 40 | 6 | 100 |
| Eletrodomésticos | 37,8 | 0,9 | 61,2 | 100 |
| Higiene e limpeza | 31,8 | nd | 68,2 | 100 |
| Total | 57,7 | 23,3 | 18,9 | 100 |

Fonte: LAPLANE e SARTI (1997: 162)

Tabela 3.9

| Ampliação estimada da capacidade de produção agregada (em relação à Dezembro de 1994) | | |
|---|--------|--------|
| | Dez/96 | Dez/99 |
| Menor | 4,6 | 0,5 |
| Igual | 30,8 | 6,8 |
| Até 25% superior | 36,4 | 22,6 |
| 25 a 50% superior | 16 | 31 |
| Mais de 50% superior | 9,7 | 33,9 |
| Investimento em novos produtos/ | 2,5 | 5,2 |
| Não há parâmetro de comparação | | |

Fonte: CNI/CEPAL (1997: 20)

Tabela 3.10

| Fatores relacionados a mercado e decisões de investir (pouco importante:1 ; muito importante:6) - em % | | | | |
|--|------------------|-------|------------------|-------|
| Fatores determinantes | Pouco importante | | Muito importante | |
| | 1 e 2 | 1 a 3 | 4 a 6 | 5 e 6 |
| Crescimento nas vendas | 16,6 | 32,7 | 67,3 | 38,8 |
| Grau de ocupação da capacidade | 12,6 | 32,7 | 67,3 | 37,9 |
| Expectativa de mercado interno | 8,6 | 23,8 | 76,2 | 46 |
| Mercosul | 32,7 | 56,7 | 43,3 | 19 |
| Exportações extra-Mercosul | 40,4 | 59,2 | 40,8 | 18,2 |

Fonte: CNI/CEPAL (1997: 31)

Tabela 3.11

| Fatores determinantes do Investimento Direto Estrangeiro no Brasil | | | | | | |
|--|-----------------|---------------|-------|--------------------|---------------------------|-------------------|
| Principais determinantes | Tipo de empresa | | | Tipo de estratégia | | |
| | Total amostra | Já instaladas | Novas | Mercado interno | Globalização/ Regionaliz. | Recursos naturais |
| 1- Crescimento do mercado interno | 9,2 | 9,1 | 9,6 | 9,7 | 8,1 | 10 |
| 2- Crescimento do mercado externo | 5,1 | 5,1 | 5,4 | 4,7 | 5,6 | 9 |
| 3- Consolidação do Mercosul | 6,3 | 6 | 7,8 | 5,9 | 7,6 | 2 |
| 4- Disponibilidade de recursos naturais | 3,5 | 4 | 1,4 | 2,7 | 4,5 | 10 |
| 5- Custo de mão-de-obra | 5,3 | 5,3 | 5,4 | 5,2 | 5,6 | 5 |
| 6- Qualificação da mão-de-obra | 5,1 | 4,9 | 5,8 | 5 | 5,3 | 5 |
| 7- Maior proximidade do cliente | 7,4 | 7,3 | 8 | 8,3 | 5,8 | 5 |
| 8- Posição de mercado da empresa adquirida | 4,5 | 4,4 | 4,8 | 4,8 | 3,4 | 8 |
| 9- Nível de equipamento da empresa adquirida | 4 | 4,1 | 3,6 | 4,6 | 2 | 9 |
| 10- Legislação setorial específica | 6,1 | 6 | 6,6 | 5,4 | 7,3 | 8 |
| 11- Investimento de concorrentes | 6,3 | 6,1 | 7 | 6,2 | 6,4 | 6 |
| 12- Abert. comercial e entrada de novos concorrentes | 6,6 | 6,5 | 7,2 | 6,7 | 6,5 | 6 |
| 13- Abert. comercial e saída de antigos concorrentes | 4 | 3,5 | 5,8 | 5 | 1,6 | 4 |
| 14- Proteção temporária do mercado doméstico | 3,5 | 3,6 | 3 | 3,6 | 3,5 | 1 |
| 15- Incentivo às exportações | 5 | 5 | 4,8 | 4,2 | 6,4 | 9 |
| 16- Esgotamento da capacidade produtiva | 5 | 5,4 | 3,6 | 4,7 | 5,8 | 5 |
| 17- Nova área de atuação | 4,5 | 4 | 6,6 | 5,4 | 2,9 | 1 |
| 18- Verticalização | 2,6 | 2,6 | 2,6 | 3,1 | 1,6 | 1 |
| 19- Lançamento de novos produtos | 7,1 | 7,1 | 7,2 | 7,3 | 7,3 | 2 |
| 20- Modernização do processo de produção | 6,3 | 7 | 2,8 | 6,1 | 6,6 | 7 |
| 21- Reestrut. da estratégia global da matriz | 5,9 | 5,9 | 5,8 | 5,3 | 6,8 | 8 |
| 22- Privatização e desregulação da área de atuação | 2,7 | 3 | 1,8 | 2 | 3,8 | 8 |
| 23- Privatização e desregulação de outras áreas | 2,8 | 2,6 | 3,6 | 2,8 | 2,6 | 5 |

Respostas: de (10) muito importante a (1) nada importante

Fonte: LAPLANE e SARTI (1997: 164)

Tabela 3.12

| Importância de fatores relacionados a custos na decisão de investir ou não investir (pouco importante:1 ; muito importante:6) | | | | |
|---|------------------|-------|------------------|-------|
| Fatores | Pouco importante | | Muito importante | |
| | 1 e 2 | 1 a 3 | 4 a 6 | 5 e 6 |
| Mão-de-obra | 15,6 | 37,1 | 62,9 | 32,1 |
| Infra-estrutura | 24,3 | 51,6 | 48,4 | 21,2 |
| Carga de impostos | 46,3 | 62,9 | 37,1 | 24,6 |
| Insumos e equipamentos nacionais | 21,2 | 55 | 45 | 13,7 |
| Insumos e equipamentos importados | 21,8 | 46,8 | 53,2 | 23,3 |
| Obras de construção civil | 34 | 65,9 | 34,1 | 10,3 |

Fonte: CNI/CEPAL (1997: 33)

Tabela 3.13

| Importância das variáveis macroeconômicas na decisão de investir ou não investir (pouco importante:1 ; muito importante:6) | | | | |
|--|-------------------|-------|-----------------|-------|
| Variáveis | Efeito restritivo | | Efeito positivo | |
| | 1 e 2 | 1 a 3 | 4 a 6 | 5 e 6 |
| Taxa de inflação atual | 11,2 | 23,8 | 76,2 | 50,7 |
| Taxa de câmbio atual | 25,6 | 52,3 | 47,7 | 22,9 |
| Taxas de juros domésticas atuais | 56,4 | 72,1 | 27,9 | 19 |
| Taxas de juros internacionais atuais | 17,3 | 38,4 | 61,6 | 27,3 |

Fonte: CNI/CEPAL (1997: 33)

Tabela 3.14

| Importância de fatores relacionados a riscos na decisão de investir ou não investir (pouco importante:1 ; muito importante:6) | | | | |
|---|-------------------|-------|-----------------|-------|
| Fatores | Efeito restritivo | | Efeito positivo | |
| | 1 e 2 | 1 a 3 | 4 a 6 | 5 e 6 |
| Risco de recessão prolongada | 38,8 | 66,9 | 33,1 | 15,3 |
| Risco de crise no plano Real | 36,6 | 67,3 | 32,7 | 14,4 |
| incertezas quanto à estabilidade cambial | 3,03 | 69,1 | 30,9 | 11,4 |
| incertezas quanto à política comercial | 29,4 | 66,4 | 33,6 | 13 |
| incertezas quanto às privatizações | 34,1 | 69,7 | 30,3 | 10,7 |
| Velocidade do progresso técnico | 15,3 | 38,8 | 61,2 | 30 |
| Riscos do projeto quanto ao tamanho da empresa | 22,4 | 54,9 | 45,1 | 14,8 |

Fonte: CNI/CEPAL (1997: 36)

Tabela 3.15

| Magnitude dos investimentos segundo os entrevistados | | | | |
|--|------|-------|---------------|-------|
| Total | Nada | Pouco | Razoavelmente | Muito |
| | 100 | 9,4 | 36,3 | 40,1 |

Fonte: CNI/CEPAL (1997: 26)

Tabela 3.16

| Estimativa da participação das importações nas compras totais dos entrevistados em 1999 | | |
|---|---------|---------|
| Coeficiente de importações | Em 1997 | Em 1999 |
| Menor que 5% | 51,9 | 38,4 |
| Entre 5 e 10% | 18,1 | 19,8 |
| Entre 10 e 20% | 12,3 | 17,2 |
| Entre 20 e 50% | 11,8 | 17,1 |
| Maior que 50% | 5,8 | 7,6 |

Fonte: CNI/CEPAL (1997: 52)

Tabela 3.17

| Evolução da produção industrial segundo categorias de uso | | | |
|---|---------|---------|---------|
| | 1990-92 | 1993-94 | 1995-96 |
| Total da indústria | -15,2 | 16,8 | 3,3 |
| Bens de consumo | -8,6 | 15,2 | 11,5 |
| Bens de capital | -22,3 | 30,9 | -14,2 |
| Bens intermediários | -12,9 | 12,4 | 3,2 |

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil

Tabela 3.18

| Indicadores da produção industrial: por categorias de uso e por gêneros industriais (média de 1991=100). | | | | | | | | |
|---|--------------|--------------|------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| média anual | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 |
| Geral | 112,7 | 102,7 | 100 | 96,3 | 103,4 | 111,5 | 114,4 | 116,0 |
| Setores | | | | | | | | |
| Bens de consumo | 103,5 | 98 | 100 | 94,6 | 104,2 | 109 | 115,7 | 121,5 |
| Bens de capital | 119,9 | 101,3 | 100 | 93,1 | 102,1 | 121,9 | 124,4 | 104,6 |
| Bens de consumo intermediário | 112,1 | 102,3 | 100 | 97,6 | 102,9 | 109,7 | 110,9 | 113,2 |
| Indústria de transformação | 113,1 | 102,4 | 100 | 95,9 | 103,5 | 112 | 114,8 | 115,7 |
| Gêneros industriais | | | | | | | | |
| Prod.de minerais não metálicos | 111,7 | 99,4 | 100 | 92,3 | 96,4 | 99,9 | 104,4 | 110,9 |
| Metalúrgica | 121,4 | 106,1 | 100 | 99,4 | 107 | 119,1 | 117,7 | 118,9 |
| Mecânica | 134 | 111,4 | 100 | 90,5 | 106,2 | 128,9 | 125,8 | 109,6 |
| Mat. elétrico e de comunicações | 113,3 | 107 | 100 | 87,4 | 100,4 | 119,5 | 138 | 142,8 |
| Material de transporte | 119,1 | 100,2 | 100 | 97,8 | 117 | 133,6 | 140,4 | 140,0 |
| Madeira | nd | nd | 100 | 98,8 | 105,4 | 103 | 99,8 | 101,8 |
| Mobiliário | nd | nd | 100 | 88,4 | 106,8 | 109 | 114,6 | 130,3 |
| Celulose, papel e papelão | 100 | 93,7 | 100 | 98 | 102,7 | 104,7 | 106,7 | 109,0 |
| Borracha | 105,9 | 101,2 | 100 | 99,9 | 108,5 | 113,1 | 113,5 | 112,7 |
| Couros e peles | nd | nd | 100 | 96,9 | 109,4 | 105,9 | 86,2 | 84,4 |
| Química | 117,8 | 108,3 | 100 | 99,5 | 103,9 | 111,2 | 110,7 | 116,1 |
| Prod.farmacêuticos e veterinários | 113,5 | 101,6 | 100 | 88,8 | 99,6 | 97 | 116,8 | 106,8 |
| Perfumaria, sabões, detergentes | 99,1 | 93,4 | 100 | 99,4 | 103,8 | 106,4 | 112,5 | 117,0 |
| Prod. de matérias plásticas | 118,8 | 100,2 | 100 | 88,7 | 95,4 | 98,5 | 110,1 | 122,4 |
| Têxtil | 108,2 | 97,3 | 100 | 95,5 | 95,1 | 98,3 | 95,1 | 89,6 |
| Vestuário, calçados | 134 | 115,2 | 100 | 92,3 | 100,5 | 99,7 | 94,5 | 91,3 |
| Produtos alimentares | 94,8 | 96,5 | 100 | 99,9 | 100,3 | 102 | 109,6 | 115,2 |
| Bebidas | 82,8 | 84,7 | 100 | 83,3 | 91,3 | 99,9 | 118,2 | 114,3 |
| Fumo | 94,5 | 93,2 | 100 | 117,7 | 122,9 | 104,7 | 104,1 | 117,1 |
| Editorial e gráfica | nd | nd | 100 | nd | nd | nd | nd | nd |

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil - suplemento estatístico

Tabela 3.19

| Valor aproximado dos projetos de investimento superiores a um milhão de dólares | | | |
|---|--------------------|--|--|
| Gênero industrial | Número de projetos | Valor total estimado (milhões de US\$) | Valor médio estimado (milhões de US\$) |
| Extrativa mineral | 102 | 3379,9 | 33,1 |
| Prod. de minerais não metálicos | 93 | 591,4 | 6,4 |
| Metalúrgica | 1009 | 7973,1 | 7,9 |
| Mecânica | 278 | 484,5 | 1,7 |
| Mat. elétrico e de comunicações | 77 | 664,9 | 8,6 |
| Material de transporte | 296 | 2194,2 | 7,4 |
| Madeira e mobiliário | 33 | 107,8 | 3,3 |
| Celulose, papel e papelão | 95 | 1564,9 | 16,5 |
| Borracha | 65 | 97,9 | 1,5 |
| Química | 610 | 3507,4 | 5,7 |
| Prod. farmacêuticos e veterinários | 73 | 1648 | 22,6 |
| Prod. de matérias plásticas | 53 | 352,7 | 6,7 |
| Têxtil | 188 | 1154,5 | 6,1 |
| Vestuário, calçados | 15 | 90,4 | 6 |
| Produtos alimentares | 341 | 1479,9 | 4,3 |
| Bebidas | 24 | 226,4 | 9,4 |
| Editorial e gráfica | 39 | 93,7 | 2,4 |

Fonte: CNI/CEPAL (1997: 16)

Tabela 3.20

| Relação Exportações/Vendas segundo categorias de uso e gêneros industriais. | | | | | | | | |
|---|---------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Período | Relação exportação/vendas | | | | | | | |
| | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 |
| Geral | 14,9 | 10,5 | 15,5 | 15,8 | 14,4 | 11,8 | 11,2 | 9,3 |
| Setores | | | | | | | | |
| Bens de Consumo | 14,3 | 6,2 | 9,6 | 10,4 | 8,1 | 8,0 | 5,9 | 5,9 |
| Bens de Capital | 18,5 | 15,9 | 24,6 | 34,3 | 24,0 | 20,3 | 16,9 | 15 |
| Material para construção | 6,5 | 3,7 | 4,3 | 6,3 | 6,9 | 6,1 | 2,8 | 4,5 |
| Outros consumos intermediários | 15,2 | 13 | 19 | 16,8 | 17,8 | 13,1 | 14,6 | 11,6 |
| Gêneros Industriais | | | | | | | | |
| Prod.de minerais não metálicos | 4,3 | 3 | 2,4 | 7,6 | 3,1 | 4,6 | 2,8 | 3,7 |
| Metalúrgica | 29,2 | 25,2 | 35,1 | 40,5 | 32,7 | 20,8 | 27,8 | 26,9 |
| Mecânica | 14,6 | 16,1 | 28,4 | 23,9 | 16,3 | 15,1 | 19,5 | 22,1 |
| Mat. elétrico e de comunicações | 6,8 | 5,4 | 5,7 | 8 | 6,3 | 7,6 | 4,1 | 6 |
| Material de transporte | 19,4 | 9,8 | 18,7 | 26,8 | 18,1 | 15,8 | 9,5 | 7,5 |
| Madeira | 23,9 | 12,9 | 12,4 | 8,4 | 25,7 | 20,5 | 13,9 | 18,2 |
| Mobiliário | 4,6 | 0,7 | 4,1 | 8,9 | 8,7 | 7,0 | 8,7 | 6,2 |
| Celulose, papel e papelão | 26 | 25,7 | 24,9 | 27,6 | 35,3 | 19,0 | 25,6 | 13 |
| Borracha | 16,8 | 8,6 | 19 | 22,1 | 19,8 | 18,5 | 17,7 | 20,6 |
| Couros e peles | 30,4 | 30,3 | 46,6 | 27,4 | 23,4 | 36,4 | 34,8 | 39,1 |
| Química | 8,8 | 7,1 | 6,6 | 3,3 | 6,6 | 6,8 | 4,4 | 4 |
| Prod.farmacêuticos e veterinários | 5,3 | 2,4 | 2,2 | 1,3 | 0,3 | 1,7 | 2 | 2,1 |
| Perfumaria, sabões, detergentes | 0,6 | 0 | 0,5 | 0,9 | 6,1 | nd | 0,2 | 0,1 |
| Prod. de matérias plásticas | 3 | 2,5 | 3,2 | 4,2 | 5,4 | 5,6 | 5,1 | 3,8 |
| Têxtil | 14,3 | 14,7 | 15,8 | 24,1 | 17,5 | 12,8 | 12,1 | 12,3 |
| Vestuário, calçados | 19,5 | 11,3 | 13,1 | 17,3 | 12,3 | 15,3 | 8,1 | 15 |
| Produtos alimentares | 14,3 | 7,1 | 7,9 | 8,4 | 9,6 | 10,6 | 10,7 | 9 |
| Bebidas | 1,3 | 0,3 | 1,1 | 0,7 | 0,7 | 0,5 | 0,3 | 0,3 |
| Fumo | 2,7 | 4,6 | 24,1 | 9 | 4,6 | 12,6 | 14,1 | 25,5 |
| Editorial e gráfica | 0,4 | 0,1 | 0,1 | 0,9 | 0,7 | 0,1 | 0,2 | 0,1 |
| Diversos | 7,7 | 4,7 | 9,7 | 7,7 | 10,1 | 4,8 | 6 | 4,4 |

Fonte: FGV, Conjuntura Econômica- Sondagem da Indústria

Tabela 3.21

| Participação das vendas no valor exportado segundo categorias de uso e gêneros industriais. | | | | | | | |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Período | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 |
| Geral | 100 |
| Setores | | | | | | | |
| Bens de Consumo | 0,21 | 0,22 | 0,23 | 0,21 | 0,23 | 0,20 | 0,25 |
| Bens de Capital | 0,15 | 0,18 | 0,19 | 0,17 | 0,17 | 0,15 | 0,16 |
| Material para construção | 0,02 | 0,01 | 0,01 | 0,01 | 0,02 | 0,01 | 0,02 |
| Outros consumos intermediários | 0,62 | 0,58 | 0,57 | 0,60 | 0,58 | 0,64 | 0,57 |
| Gêneros Industriais | | | | | | | |
| Prod.de minerais não metálicos | 0,01 | 0,01 | 0,02 | 0,01 | 0,01 | 0,01 | 0,01 |
| Metalúrgica | 0,24 | 0,35 | 0,29 | 0,27 | 0,23 | 0,31 | 0,26 |
| Mecânica | 0,11 | 0,07 | 0,06 | 0,06 | 0,05 | 0,08 | 0,09 |
| Mat. elétrico e de comunicações | 0,04 | 0,03 | 0,02 | 0,02 | 0,03 | 0,02 | 0,06 |
| Material de transporte | 0,12 | 0,20 | 0,29 | 0,22 | 0,21 | 0,14 | 0,14 |
| Madeira | 0,01 | 0,01 | 0,01 | 0,00 | 0,01 | 0,01 | 0,01 |
| Mobiliário | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Celulose, papel e papelão | 0,11 | 0,06 | 0,08 | 0,14 | 0,09 | 0,10 | 0,05 |
| Borracha | 0,01 | 0,02 | 0,03 | 0,01 | 0,01 | 0,03 | 0,04 |
| Couros e peles | 0,01 | 0,01 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Química | 0,16 | 0,07 | 0,06 | 0,10 | 0,15 | 0,09 | 0,11 |
| Prod.farmacêuticos e veterinários | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Perfumaria, sabões, detergentes | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,01 | nd | 0,00 | 0,00 |
| Prod. de matérias plásticas | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,01 | 0,01 | 0,01 |
| Têxtil | 0,07 | 0,05 | 0,05 | 0,05 | 0,03 | 0,03 | 0,03 |
| Vestuário, calçados | 0,02 | 0,02 | 0,02 | 0,02 | 0,01 | 0,01 | 0,01 |
| Produtos alimentares | 0,07 | 0,07 | 0,05 | 0,06 | 0,10 | 0,12 | 0,12 |
| Bebidas | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Fumo | 0,01 | 0,02 | 0,01 | 0,01 | 0,04 | 0,03 | 0,05 |
| Editorial e gráfica | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Diversos | 0,01 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |

Fonte: FGV, Conjuntura Econômica- Sondagem da Indústria

Tabela 3.22

| Nível dos investimentos nos gêneros industriais segundo entrevistados | | | | |
|---|------|-------|---------------|-------|
| Gêneros | Nada | Pouco | Razoavelmente | Muito |
| Extrativa mineral | 18,8 | 18,8 | 56,3 | 6,3 |
| Prod.de minerais não metálicos | 2,9 | 35,3 | 50 | 11,8 |
| Metalúrgica | 12,6 | 37,8 | 36 | 13,5 |
| Mecânica | 15,7 | 45,1 | 25,5 | 13,7 |
| Mat. elétrico e de comunicações | 5,4 | 45,9 | 29,7 | 18,9 |
| Material de transporte | 6,4 | 31,9 | 42,6 | 19,1 |
| Madeira e mobiliário | 13,8 | 37,9 | 41,4 | 6,9 |
| Celulose, papel e papelão | 10,7 | 50 | 28,6 | 10,7 |
| Borracha | 7,7 | 53,8 | 38,5 | 0 |
| Química | 5,1 | 39,4 | 40,4 | 15,2 |
| Prod.farmacêuticos e veterinários | 0 | 34,8 | 43,5 | 21,7 |
| Prod. de matérias plásticas | 4 | 44 | 44 | 8 |
| Têxtil | 15,4 | 32,7 | 44,2 | 7,7 |
| Vestuário, calçados | 15,8 | 36,8 | 42,1 | 5,3 |
| Produtos alimentares | 9,8 | 18 | 52,5 | 19,7 |
| Bebidas | 13 | 30,4 | 30,4 | 26,1 |
| Editorial e gráfica | 0 | 40 | 45 | 15 |

Fonte: CNI/CEPAL (1997: 26)

Tabela 3.23

| Produção industrial (PI) e variações do coeficientes de exportação (CX) segundo categorias de uso e gêneros industriais (em %) | | | |
|---|---------|---------|---------|
| | 1990-92 | 1993-94 | 1995-96 |
| Categorias de uso | | | |
| Bens de consumo (PI) | -8,6 | 15,2 | 11,5 |
| (CX) | -27,3 | -23,1 | 16,2 |
| Bens de capital (PI) | -22,3 | 30,9 | -14,2 |
| (CX) | 85,4 | -40,8 | -26,1 |
| Bens intermediários (PI) | -12,9 | 12,4 | 3,2 |
| (CX) | 10,5 | -22 | -11,4 |
| Gêneros industriais | | | |
| Metalúrgica (PI) | -18,1 | 19,8 | -1,6 |
| (CX) | 38,7 | -51,3 | 29,3 |
| Mecânica (PI) | -32,4 | 42,4 | -15 |
| (CX) | 63,7 | -36,8 | 46,3 |
| Material de transporte (PI) | -17,9 | 36,6 | 4,8 |
| (CX) | 38,1 | -41 | -52,5 |
| Celulose, papel e papelão (PI) | -2 | 6,8 | 4,1 |
| (CX) | 6,1 | -31,2 | -31,6 |
| Borracha (PI) | -5,7 | 13,2 | -0,3 |
| (CX) | 31,5 | -16,3 | 11,3 |
| Química (PI) | -15,5 | 11,8 | 4,4 |
| (CX) | -62,5 | 106 | -41,1 |
| Têxtil (PI) | -11,7 | 2,9 | -8,8 |
| (CX) | 68,5 | -46,9 | -3,9 |

Fonte: Boletim do Banco Central e Conjuntura Econômica (Sondagem Conjuntural)

Tabela 3.24

| Ampliação da capacidade prevista para 12/99 por gênero industrial e níveis de utilização em 10/96 (em %) | | | | | | | |
|--|---------------------|-------------------------------|-------|---------|----------|-------------|---------------|
| Gêneros | Utilização em 10/96 | Ampliação estimada para 12/99 | | | | | Sem parâmetro |
| | | Menor | Igual | até 25% | 25 a 50% | Mais de 50% | |
| Prod.de minerais não metálicos | 83 | 5,6 | 5,6 | 11,1 | 33,3 | 38,9 | 5,6 |
| Metalúrgica | 92 | 0 | 9 | 22,4 | 29,9 | 32,8 | 6 |
| Mecânica | 77 | 0 | 26,3 | 31,6 | 21,1 | 10,5 | 10,5 |
| Mat. elétrico e de comunicações | 80 | 0 | 11,1 | 11,1 | 33,3 | 38,9 | 5,6 |
| Material de transporte | 87 | 0 | 4,3 | 21,7 | 34,8 | 26,1 | 13 |
| Madeira e mobiliário | 83 | 0 | 27,3 | 9,1 | 9,1 | 36,4 | 18,2 |
| Celulose, papel e papelão | 91 | 0 | 5,6 | 50 | 11,1 | 33,3 | 0 |
| Borracha | 87 | 0 | 0 | 0 | 50 | 50 | 0 |
| Química | 91 | 0 | 5 | 18,3 | 35 | 41,7 | 0 |
| Prod.farmacêuticos e veterinários | 84 | 0 | 0 | 25 | 25 | 50 | 0 |
| Prod. de matérias plásticas | 81 | 0 | 0 | 26,7 | 26,7 | 46,7 | 0 |
| Têxtil | 85 | 0 | 6,1 | 33,3 | 30,3 | 24,2 | 6,1 |
| Vestuário, calçados | 77 | 0 | 0 | 0 | 85,7 | 14,3 | 0 |
| Produtos alimentares | 81 | 0 | 2,9 | 20,6 | 35,3 | 32,4 | 8,8 |
| Bebidas | 88 | 0 | 0 | 11,1 | 22,2 | 55,6 | 11,1 |
| Editorial e gráfica | 83 | 9,1 | 0 | 9,1 | 45,5 | 36,4 | 0 |

Fonte: CNI/CEPAL (1997: 21) e Conjuntura Econômica (Sondagem Conjuntural)

Tabela 3.25

| Participação estimada das exportações no faturamento (1996/1999) | | | | | |
|--|-----------------|------------------|-------------------|-------------------|------------------|
| Gêneros industriais | Menor que 5% | Entre 5 e 10% | Entre 10 e 20% | Entre 20 e 50% | Maior que 50% |
| 1996 | | | | | |
| Extrativa mineral | 45,5 | 9,1 | 9,1 | 18,2 | 18,2 |
| Prod.de minerais não metálicos | 56,7 | 13,3 | 20 | 10 | 0 |
| Metalúrgica | 44,1 | 18,6 | 16,7 | 12,7 | 7,8 |
| Mecânica | 48,9 | 23,4 | 6,4 | 14,9 | 6,4 |
| Mat. elétrico e de comunicações | 55,9 | 29,4 | 2,9 | 11,8 | 0 |
| Material de transporte | 36,6 | 26,8 | 24,4 | 12,2 | 0 |
| Madeira e mobiliário | 28 | 28 | 16 | 8 | 20 |
| Celulose, papel e papelão | 39,1 | 26,1 | 8,7 | 4,3 | 21,7 |
| Borracha | 63,6 | 0 | 27,3 | 9,1 | 0 |
| Química | 53,4 | 15,9 | 21,6 | 8 | 1,1 |
| Prod.farmacêuticos e veterinários | 70 | 25 | 5 | 0 | 0 |
| Prod. de matérias plásticas | 81,8 | 9,1 | 9,1 | 0 | 0 |
| Têxtil | 50 | 12 | 24 | 6 | 8 |
| Vestuário, calçados | 64,3 | 7,1 | 7,1 | 21,4 | 0 |
| Produtos alimentares | 60,9 | 4,3 | 10,9 | 15,2 | 8,7 |
| Bebidas | 86,7 | 6,7 | 6,7 | 0 | 0 |
| Editorial e gráfica | 100 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 1999 | | | | | |
| Extrativa mineral | 45,5 | 0 | 18,2 | 18,2 | 18,2 |
| Prod.de minerais não metálicos | 40 | 13,3 | 23,3 | 23,3 | 0 |
| Metalúrgica | 20 | 22 | 31 | 18 | 9 |
| Mecânica | 20,8 | 27,1 | 27,1 | 16,7 | 8,3 |
| Mat. elétrico e de comunicações | 35,3 | 14,7 | 32,4 | 17,6 | 0 |
| Material de transporte | 10 | 25 | 30 | 32,5 | 2,5 |
| Madeira e mobiliário | 18,5 | 29,6 | 14,8 | 14,8 | 22,2 |
| Celulose, papel e papelão | 21,7 | 13 | 21,7 | 21,7 | 21,7 |
| Borracha | 44,4 | 22,2 | 0 | 33,3 | 0 |
| Química | 31,8 | 20 | 28,2 | 16,5 | 3,5 |
| Prod.farmacêuticos e veterinários | 50 | 11,1 | 33,3 | 5,6 | 0 |
| Prod. de matérias plásticas | 43,5 | 43,5 | 4,3 | 8,7 | 0 |
| Têxtil | 29,2 | 16,7 | 29,2 | 16,7 | 8,3 |
| Vestuário, calçados | 37,5 | 31,3 | 12,5 | 18,8 | 0 |
| Produtos alimentares | 32,6 | 21,7 | 10,9 | 28,3 | 6,5 |
| Bebidas | 66,7 | 26,7 | 6,7 | 0 | 0 |
| Editorial e gráfica | 85,7 | 14,3 | 0 | 0 | 0 |

Fonte: CNI/CEPAL (1997: 49)

Tabela 3.26

| Efeito dos investimentos programados sobre as exportações | | |
|---|---------------------|--------------------|
| Crescimento projetado | Realizados 95/96 | Previstos 97/99 |
| Mais de 25% | 6,7 | 18,2 |
| Até 25% | 21,3 | 24,8 |
| Sem efeito sobre as exportações | 56,6 | 32,5 |
| Ainda indefinido | 15,3 | 24,5 |

Fonte: CNI/CEPAL (1997: 46)

Considerações finais

Passados alguns anos de estabilidade monetária, as temáticas do crescimento e do desenvolvimento voltam a ocupar papel de destaque no debate econômico brasileiro. Em meio às profundas transformações em processo nas finanças internacionais, as economias nacionais periféricas vão mudando qualitativamente suas inserções nesse cenário, tendo em vista, pelo menos no plano do discurso, o objetivo de combater seu atraso estrutural, seja do ponto de vista social, seja no plano estritamente econômico do desenvolvimento das forças produtivas.

Uma vez que muitos dos novos aspectos associados ao fenômeno denominado globalização não atingiram sua maturação, surge um espaço enorme para lançamento de hipóteses e interpretações que variam do otimismo simplista ao pessimismo irremediável. Não há dúvida, portanto, quanto à urgência de uma atualização de certos preceitos teóricos e desenvolvimento de novas pesquisas que fomentem o avanço do debate sobre quais seriam, na realidade, as opções possíveis às economias nacionais periféricas no atual momento do capitalismo. Em outros termos, agora, talvez mais do que antes, passa a ser imprescindível avaliar criticamente as conclusões firmadas a respeito dos benefícios e dos riscos potenciais das possíveis inserções dessas economias no cenário mundial. Foi exatamente essa premissa que orientou a elaboração dessa dissertação.

Procuramos ao longo do trabalho examinar parte dos debates sobre como as mudanças na inserção externa da economia brasileira nas décadas de 80 e 90 trouxeram a transformação dos elementos restritivos do crescimento econômico. A partir da revisão das argumentações sobre as restrições ao crescimento, vimos, no primeiro capítulo, a progressiva incorporação de elementos que transcenderam o escopo do debate inicialmente centrado nos hiatos. No que tange às polêmicas acerca das restrições de divisas e de investimentos, verificamos que as discussões restritas apenas aos aspectos macroeconômicos não puderam dar conta da complexidade da temática do crescimento econômico. Assim sendo, se bem que o trabalho de CASTRO e SOUZA (1985) tenha tido o mérito de ir além das discussões meramente conjunturais, colocando em foco aspectos relativos ao longo prazo, suas conclusões acerca da inexistência de restrições ao crescimento desse tipo ficaram comprometidas a medida em que não incorporaram os elementos associados às

mudanças de comportamento dos agentes econômicos desencadeadas pelo choque externo e pela política de ajuste do Balanço de Pagamentos.

Quanto à discussão da restrição cambial, vimos que um ajuste efetivo deveria levar em conta não apenas a capacidade de gerar divisas, como também os impactos da instabilidade da taxa de câmbio sobre as decisões dos agentes econômicos. Da mesma forma, no que toca à restrição de investimentos, a não incorporação dos mecanismos de transmissão do ajuste às decisões privadas de longo prazo, impediu que fosse associado ao choque externo e ao ajuste o comportamento medíocre do investimento após 1982. Vale dizer, restringindo-se a análise aos aspectos macroeconômicos ficaram encobertos também os efeitos da instabilidade esperada da taxa de juros sobre o ambiente microeconômico.

Sobre o entrave fiscal-financeiro ao crescimento, uma investigação centrada nas relações fundadas entre os setores público e privado também demonstrou a parcialidade da visão que refutava o processo de ajustamento externo como sendo uma das origens deste entrave (SOUZA, 1991). Em poucas palavras, também nesse debate específico foram reforçadas as conclusões relativas aos efeitos adversos da política de ajustamento sobre a autonomia da política econômica, seja para promover o crescimento econômico, seja para impedir o estabelecimento do regime de alta inflação — dadas as profundas alterações na lógica de formação de preços dos agentes no contexto de fechamento da economia e incremento da incerteza. Nesse sentido, aqui se reforça uma vez mais a idéia de que a incorporação de elementos não estritamente macroeconômicos permite uma melhor visualização dos efeitos mediatos do processo de ajuste externo. Enfim, vão se revelando outras dimensões do problema do ajustamento que, obviamente, passam a constituir aspectos cruciais da temática do crescimento.

Além de mostrar a necessidade de apreensão do grau de autonomia da política econômica e da incorporação dos mecanismos de transmissão do ajustamento externo ao comportamento microeconômico, a revisão dos debates realizada também evidenciou a importância de fatores ligados à especificidade da inserção comercial brasileira para a compreensão dos limites postos ao incremento das taxas de crescimento nos anos 80. De fato, a síntese das contribuições de CARNEIRO (1991) e SARTI (1994) indicou que é crucial atentarmos para quais são os agentes

exportadores, qual a importância dos mercados interno e externo dentro de suas estratégias (em contexto de fechamento da economia), como evoluiu a ocupação da capacidade produtiva na retomada (1986/87) e, portanto, qual a relação entre o comportamento das exportações e o ciclo doméstico. Muito embora estes elementos não sejam contemplados pelos modelos de hiatos, acreditamos que uma análise atualizada deste tipo – somada a um tipo de enfoque que revele a articulação dos aspectos sistêmicos, empresariais e estruturais da competitividade (COUTINHO e FERRAZ, 1994) – deveria integrar a agenda sobre a contribuição da inserção comercial ao crescimento.

Postas essas conclusões, como então poderíamos avaliar o momento do debate relativo às transformações das restrições ao crescimento após 1994? Explicando melhor, em que medida os autores vistos nas seções 2.3 e 2.4 – aqueles pertencentes ao chamado pensamento heterodoxo que, de modo geral, tomaram posicionamento crítico diante da política de ajuste externo dos 80 – incorporaram em suas análises as contribuições mais fundamentais relativas ao debate do momento anterior?

Iniciando pelas perspectivas de crescimento expostas pelos autores adeptos da atual política econômica, vimos que suas convicções sobre a efetivação de um novo ciclo de crescimento apoiam-se fundamentalmente nos efeitos combinados e esperados da abertura, da estabilização, da globalização e das privatizações sobre o comportamento do investimento. Em síntese, a crença na retomada do crescimento baseia-se na defesa da reestruturação industrial em curso que, ao promover o crescimento da produtividade, gerar efeitos redistributivos e estimular a elevação dos gastos privados a partir da redução do raio de ação do Estado, levará à retomada do investimento mais cedo ou mais tarde.

Contudo, conforme a análise desenvolvida no segundo capítulo, fica claro que tais conclusões apoiam-se em evidências precárias e deixam sem resposta vários aspectos centrais da ampla problemática do crescimento. Em primeiro lugar, tais autores não apresentam uma análise detalhada de como a combinação de reformas e a articulação das instâncias da política econômica poderiam impedir a atual ação da política monetária como depreciadora das decisões de investimento (vide capítulo 3). Vale dizer, dado o contexto de elevada dependência por capitais externos, não é

explicitado como poderia ser combatida a rigidez à baixa da taxa de juros a partir dos objetivos de manter tais fluxos externos e evitar um aumento expressivo da base monetária. De outro lado, mesmo se a questão da vulnerabilidade externa não fosse um aspecto central para a problemática da rigidez da taxa de juros, ainda assim permaneceriam dúvidas sobre o papel que as privatizações poderiam vir a desempenhar. Isto porque, no que toca a questão da melhoria do financiamento público, não fica claro se os tipos de intervenção possíveis seriam, em tese, suficientes para reduzir os níveis da taxa de juros num montante necessário à elevação mais significativa do investimento e das taxas de crescimento.⁷⁶

Em segundo lugar, as conclusões dos defensores da atual política econômica também ficam comprometidas na medida em que não fazem referência aos aspectos cruciais da possível contribuição da nova inserção comercial ao crescimento. Se bem que os investimentos em andamento possam contribuir para a elevação da oferta interna no futuro próximo (vide capítulo 3), gerando condições para a redução das importações no longo prazo, do lado das exportações, o argumento que acusa a existência de razões exógenas para seu crescimento (FRANCO, 1996) reduz, sem dúvida alguma, o amplo escopo dessa temática.

Em poucas palavras, não há dados e reflexões sobre como evoluem conjuntamente as dimensões empresariais, estruturais e sistêmicas da competitividade, este sim um enfoque mais adequado comparativamente aquele restrito à questão da evolução da produtividade. Tampouco há referência sobre como vêm sendo redefinidas as estratégias dos agentes exportadores, tanto em termos de investimentos, como no que diz respeito à nova importância dos mercados interno e externo a partir da abertura comercial. Como destacado, essas são questões relevantes para a atual temática do crescimento porque também abordam, pela via das relações comerciais, as perspectivas de redução da vulnerabilidade externa da economia brasileira.

Ainda no que tange a questão da vulnerabilidade externa, a contraposição desse pensamento com o dos autores críticos demonstrou o reducionismo de seu enfoque também no que diz respeito às novas relações financeiras estabelecidas no âmbito internacional. Na verdade, a

⁷⁶ Sobre o papel das privatizações também é preciso ressaltar que, de acordo com o terceiro capítulo, os maiores fluxos de investimento externo direto não implicam necessariamente em taxas de crescimento mais expressivas.

interpretação dominante sobre os determinantes dos fluxos de capitais externos subestima os riscos de fuga de capitais, seja porque não associa a retomada desses fluxos aos movimentos cíclicos ditados pelos países centrais e, portanto, ao caráter intrinsecamente instável dos mercados financeiros internacionais, seja porque não leva em consideração o potencial desestabilizador do crescimento do passivo público e dos ativos domésticos de alta liquidez a partir da contínua entrada de capitais – dadas as opções pela esterilização do crescimento da base monetária e as precárias condições de rolagem da dívida pública interna.

Expostos os elementos que demonstram a insuficiência dos apontamentos dos defensores da atual estratégia perante o amplo escopo da problemática da transformação das restrições ao crescimento em curso, é preciso ressaltar por fim que a análise da visão alternativa contém métodos de análise mais adequados ao aprimoramento do debate. Neste referencial são corretamente analisadas as interações entre as várias instâncias da política econômica na promoção do crescimento, são feitas reflexões mais abrangentes sobre a especificidade da atual inserção financeira e, enfim, são destacadas questões cruciais à transformação da inserção comercial. Não obstante, também é correto que várias das questões levantadas permanecem em aberto. Se bem que os dados extraídos do terceiro capítulo possam ser considerados pontos de partida para tais discussões, é inegável a necessidade de novos estudos que possibilitem maior avanço desse debate nos planos macroeconômico, microeconômico e estrutural (relativo às mudanças nas estratégias dos agentes exportadores).

Quanto à evolução da capacidade de crescimento, há uma carência de estudos mais amplos e atualizados sobre as decisões de investimento (em curso e programadas), os impactos esperados nas cadeias produtivas, seus determinantes, a rentabilidade esperada e as condições de financiamento, os efeitos sobre os níveis de emprego, renda, a ampliação e modernização da capacidade produtiva (principalmente dos exportadores), o aprendizado tecnológico e institucional e, finalmente, a dinâmica dos mercados de destino e o envolvimento dos agentes com os mercados interno e externo.

A respeito da vulnerabilidade externa, o balanço das posições também aponta, sem dúvida alguma, para a necessidade de novos e mais amplos trabalhos. Em primeiro lugar, há que se

ressaltar a carência de estudos que estimem com mais precisão a possível contribuição das privatizações e de eventuais reformas ao alongamento do perfil de endividamento do setor público e, portanto, à redução do estoque e do ritmo de crescimento dos ativos domésticos de elevada liquidez. Em segundo lugar, no que tange às possibilidades de redução dos déficits em conta corrente, será fundamental a realização de trabalhos setoriais que, baseados na investigação das novas estratégia dos agentes, busquem estimar a evolução dos coeficientes de exportação e importação, suas elasticidades, a contribuição das importações e da produção doméstica aos investimentos e, finalmente, a nova articulação dos fatores sistêmicos, empresariais e estruturais que definem o avanço da competitividade.

Por fim, é preciso ressaltar que se não ocorrer uma integração de esforços coletivos para a formação de uma base empírica mais abrangente, tornar-se-á impossível a construção dos cenários possíveis. Com isso, o futuro do debate não transcenderá o plano conjuntural, será empobrecida a discussão das tendências de longo prazo e, desse modo, antigas questões não se livrarão de enfoques reducionistas.

Bibliografia

ABDELHAY, R. Inflação e contas nacionais. *Conjuntura Econômica - FGV*, Rio de Janeiro, vol. 47, janeiro 1993.

ABREU, M. P.; CARNEIRO, D. D.; e WERNECK, R. L. F. *Government and economic growth: a three-gap view of the long-run prospects of the Brazilian economy*. Rio de Janeiro: Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Departamento de Economia, 1994 (Texto para Discussão, n. 327).

AKYÜS, Y. *Financial liberalization: the key issues*. Geneva, UNCTAD, 1993 (Discussion Papers, 56).

ALMEIDA, J. S. *Crise econômica e reestruturação de empresas e bancos nos anos oitenta*. Campinas. Unicamp: IE, 1994 (Tese de Doutorado).

BACHA, E. L. Debt, stabilization and growth: Brazilian-based reflexions *Texto para Discussão n. 139* (Departamento de Economia; PUC/RJ), Rio de Janeiro, outubro de 1986.

———. Um modelo de três hiatos. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, Rio de Janeiro, vol. 19, n. 2, agosto de 1989.

———. O fisco e as divisas: um novo enfoque para a dívida externa. *Novas Economias*, Belo Horizonte, v.1, n.1, novembro 1990.

BAER, M. *O rumo perdido: a crise fiscal e financeira do Estado brasileiro*. São Paulo, ed. Paz e Terra, 1993.

———. Sistema financeiro internacional: oportunidades e restrições ao financiamento do desenvolvimento, *Novos Estudos - CEBRAP*, São Paulo, n. 42, p. 99-112, julho 1995.

BATISTA JR., P. N. Formação de capital e transferência de recursos ao exterior. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 7, n.1, janeiro-março de 1987.

———. O plano real à luz da experiência mexicana e argentina. *Estudos Avançados*, São Paulo, v. 10 (28), p. 129-97, 1996.

BAUMANN, R. Ajuste externo - experiência recente e perspectivas para a próxima década. In: *PARA A DÉCADA DE 90: prioridades e perspectivas de políticas públicas*. Brasília: IPEA/IPLAN, 1989. Vol. 2, p. 1-27.

BAUMOL, L. G. M. e McLENNAN, K. *Productivity growth and U.S. competitiveness*. New York, Oxford University Press, 1985.

BLASOTO, G. J. *Endividamento externo e desequilíbrio financeiro do setor público na primeira metade dos anos oitenta*. Campina. Unicamp: IE, 1988 (Dissertação de Mestrado).

BIELSCHOWSKY, R. *Transnational corporations and the manufacturing sector in Brazil*. Technological backwardness in the eighties and signs of an important restructuring in the nineties. Santiago, Chile, outubro 1992. mimeo. (Presented at High Level Symposium on the Contribution of Transnational Corporations to Growth and Development in Latin America and the Caribbean).

BOMTEMPO, H. Subsídios e incentivos: uma avaliação preliminar. Brasília: BACEN/DEPEC/DIPEC, s. d. 36p. (mimeo).

CARNEIRO, R. *Crise, estagnação e hiperinflação (a economia brasileira nos anos 80)*. Campinas: Unicamp. IE, 1991. (Tese de Doutorado).

CASTRO, A B. Estabilizar e crescer: o paradoxo do desajuste na estabilidade. In: VELLOSO, J. P. R. *O real e o futuro da economia*. Rio de Janeiro: José Olympio, 1995.

CASTRO, A B. e SOUZA, F. E. P. *A economia brasileira em marcha forçada*. Rio de Janeiro, ed. Paz e Terra, 1985.

_____. O saldo e a dívida. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 8, n.2, abril-junho 1988.

CHESNAIS, F. A mundialização do capital. São Paulo: Xamã, 1996.

CLAESSENS, S. The emergence of equity investment in developing countries: overview, *The World Bank Economic Review*, Washington: Banco Mundial, vol 9, n. 1, jan. 1995.

CNI/CEPAL. *Investimentos na indústria brasileira 1995/1999: características e determinantes*. mimeo, Rio de Janeiro, 1997.

CONSIDERA, C. e VALADÃO, F. R. Produtividade e emprego: questões econômicas e estatísticas. *Boletim Conjuntural* n. 31, IPEA, Rio de Janeiro, outubro 1995.

COUTINHO, L. e FERRAZ, J. C. (coordenadores) *Estudo da competitividade da indústria brasileira – ECIB*. Campinas, Edunicamp, 1994.

COUTINHO, L. e BELLUZZO, L. G. M. Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 7, p.129-54, dezembro 1996.

CRUZ, P. R. D. C. Endividamento externo e transferência de recursos reais ao exterior: os setores público e privado na crise dos anos oitenta. *Texto para Discussão n. 24* (I.E. Unicamp), Campinas, julho 1993.

DAMILL, M.; FANELLI, J. M. e FRENKEL, R. *Shock externo y desequilibrio fiscal: la macroeconomia de America Latina en los ochenta*. Buenos Aires: CEDES/CEPAL, 1991, mimeo (Projeto Reformas Políticas para Aumentar a Efetividade do Estado na América Latina).

———. De México a México: el desempeño de América Latina en los 90. *Revista de Economía Política*, São Paulo, v. 16, n. 4(64), p. 115-142, outubro-dezembro 1996.

DEVLIN, R.; DAVIS, R. F. e JONES, S. G. Crescimento dos fluxos de capital e desenvolvimento: uma visão geral das questões de política econômica. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, Rio de Janeiro, v. 24, n. 3, p. 411-44, dezembro 1994.

ERBER, F. e CASSIOLATO, J. Política industrial: teoria e prática no Brasil e na OCDE. *Revista de Economia Política*, v. 17, n.2 (66), p. 32-60, março 1997.

FMI. The recent surge in capital flows to developing countries. *World Economic Outlook*, Washington: FMI, out. 1994.

FRANCO, G. H. A inserção externa e o desenvolvimento. mimeo, BACEN, Brasília, junho 1996.

———. A superação do inflacionismo: os termos da troca entre estabilidade e desenvolvimento. mimeo. *Ensaio para o Instituto Teotônio Vilela*. São Paulo, março 1997.

FRENKEL, R. Decisiones de precio en alta inflacion. *Estudios Cedes*, Buenos Aires, v. 2, n. 3, 1979.

GIAMBIAGI, F. e AMADEO, E.J. Taxa de poupança e política econômica: notas sobre as possibilidades de crescimento numa economia com restrições. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 10, n. 1 (37), janeiro-março 1990.

GONÇALVES, R. Globalização financeira, liberalização cambial e vulnerabilidade externa da economia brasileira. In: BAUMANN, R. (org.) *O Brasil e a economia global*. Rio de Janeiro: Campus/SOBEET, 1996.

GONÇALVES, R. R. *A reinserção produtiva brasileira: um estudo a partir do desempenho exportador dos anos 80*. Campinas: Unicamp. IE, 1996. (Dissertação de Mestrado)

HAGUENAUER, L.; FERRAZ, J. C. e KUPFER, D. S. Competição e internacionalização na indústria brasileira. In: BAUMANN, R. (org.) *O Brasil e a economia global*. Rio de Janeiro: Campus/SOBEET, 1996.

HOLLAND, M. Volatilidade cambial no Brasil: metodologia de cálculo e algumas mensurações. Campinas, 1997 (mimeo).

LAPLANE, M. F. e SARTI, F. Investimento direto estrangeiro e a retomada do crescimento sustentado nos anos 90. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 8, p.143-81, junho 1997.

MARGARIDO, S. P. *Fluxos de capitais para a economia brasileira na primeira metade da década de 90: construção de novos vínculos financeiros externos e emergência de novos riscos*. Campinas. Unicamp: IE, 1997 (Dissertação de Mestrado).

MENDONÇA DE BARROS, J. e GOLDENSTEIN, L. Avaliação do processo de reestruturação industrial brasileiro. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 17, n. 2(66), p. 11-31, março 1997.

MESQUITA MOREIRA, M. e CORREA, P. G. *Abertura comercial e indústria: o que se pode esperar e o que se vem obtendo*. Rio de Janeiro: BNDES. Departamento Econômico, 1996. (Texto para Discussão, n. 49)

PACHECO, C. A. *Transformações do mercado de trabalho brasileiro entre 1980 e 1995 e perspectivas futuras*. Campinas: Unicamp. IE. NESUR, 1997. mimeo. (Relatório de Pesquisa do Projeto Desempenho Recente e Perspectiva do Mercado de Trabalho Urbano: O Desafio da Geração de Emprego).

SALM, C.; SABOLA, J. e CARVALHO, P. G. M. Produtividade na indústria brasileira: questões metodológicas e novas evidências empíricas. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, Rio de Janeiro, v. 27, n. 2, p. 377-396, agosto de 1997.

SARTI, F. *Evolução das estruturas de produção e exportação da indústria brasileira nos anos 80*. Campinas: Unicamp. IE, 1994. (Dissertação de Mestrado)

SOUZA, F. E. P. *Um estudo sobre o problema do ajustamento do balanço de pagamentos: teoria e experiência brasileira nos anos 80*. Campinas: Unicamp. IE, 1991. (Tese de Doutorado)

———. O investimento antes e depois do plano real. In: VELLOSO, J. P. R. (org.) *O real, o crescimento e as reformas*. Rio de Janeiro: José Olympio, 1996.

TAVARES, M. C. Auge e declínio do processo de substituição de importações no Brasil. In: TAVARES, M. C. *Da substituição de importações ao capitalismo financeiro*, Rio de Janeiro, ed. Zahar, 1972.

———. O debate sobre a retomada do crescimento industrial: algumas falácias e várias interrogações. 1985 (mimeo).

———. As políticas de ajuste no Brasil: os limites da resistência. In: TAVARES, M. C. e FIORI, J. L. *Desajuste global: a modernização conservadora*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1993.

TAVARES, M. C. e BELLUZZO, L. G. M. Notas sobre o processo de industrialização recente no Brasil. In: BELLUZZO, L. G. M. e COUTINHO, R. (orgs.), *Desenvolvimento Capitalista no Brasil*, São Paulo, ed. Brasiliense, 1982.

———. Uma reflexão sobre a natureza da inflação contemporânea. In: REGO, J. M. (org.) *Inflação inercial, teorias sobre a inflação e o plano cruzado*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1986.

TEIXEIRA, A. *Vinte anos de política econômica - evolução e desempenho da economia brasileira de 1970 a 1989*. In: SÃO PAULO NO LIMIAR DO SÉCULO XXI, 1991.

TITELMAN, D. e UTHOFF, A. Afluencia de capitales externos y políticas macroeconómicas. *Revista de la CEPAL*, Santiago, n. 53, p. 13-47, agosto 1994.