

# JE

# Jornal dos Economistas

Nº 316 Novembro de 2015

Órgão Oficial do Corecon-RJ e Sindecon-RJ

## Câmbio e indústria

Frederico Rocha, Renato Baumann, Plínio de Arruda Sampaio Jr, Josef Barat, Francisco Eduardo Pires de Souza, Roberto Luis Troster e o Fórum Popular do Orçamento analisam os efeitos da desvalorização cambial na economia e, em particular, na indústria.



## Câmbio e indústria

Esta edição do Jornal dos Economistas é dedicada a discutir os impactos da forte desvalorização do real na economia brasileira. Como o fim do câmbio apreciado, será possível reverter o processo de desindustrialização?

Frederico Rocha, do IE/UFRJ, afirma em artigo que não se deve esperar uma reação da indústria nos próximos anos. A recente desaceleração do crescimento do consumo e da formação bruta de capital, somada à redução do crescimento chinês, trazem más notícias para nossa indústria.

Renato Baumann, do Ipea e UNB, lista os pontos positivos e negativos da desvalorização cambial. Ele conclui que não é possível inferir se a taxa de câmbio atual é boa ou ruim, mas ressalta que o patamar atual parece estar mais próximo a uma situação de equilíbrio do que a vivenciada há quatro anos.

Plínio de Arruda Sampaio Jr., do IE/Unicamp, acredita que a depreciação do real anuncia o início de uma nova fase do círculo vicioso que faz as economias no padrão de acumulação liberal periférico alternarem efêmeros ciclos de bonança com longos períodos de crise e estagnação.

Josef Barat, economista e ex-secretário de Transportes do Rio, avalia que a desvalorização torna a indústria brasileira mais competitiva, mas não altera as bases estruturais dos graves problemas do setor, que apresenta baixo índice de produtividade média.

Francisco Eduardo Pires de Souza, do IE/UFRJ e BNDES, compara o papel da taxa de câmbio nas crises atual e de 2003 e conclui que o país não pode dispensar o estímulo proporcionado por um câmbio depreciado.

Roberto Luis Troster, da USP, afirma que o desalinhamento e a volatilidade do câmbio fizeram um estrago na economia brasileira e apresenta cinco propostas que podem ser implantadas de imediato.

O FPO analisa o impacto da desvalorização do real nas dívidas externas do Estado e Município do Rio de Janeiro.

## Sumário

Câmbio.....	3
<i>Frederico Rocha</i>	
<b>O câmbio desvalorizou... Vamos ao espetáculo do crescimento industrial?</b>	
Câmbio.....	4
<i>Renato Baumann</i>	
<b>Novo Patamar do Câmbio: Custos e Benefícios</b>	
Câmbio.....	6
<i>Plínio de Arruda Sampaio Jr.</i>	
<b>Na antessala de uma previsível crise cambial</b>	
Câmbio.....	8
<i>Josef Barat</i>	
<b>Câmbio e políticas industriais</b>	
Câmbio.....	10
<i>Francisco Eduardo Pires de Souza</i>	
<b>O papel da taxa de câmbio nas crises de 2003 e na atualidade</b>	
Câmbio.....	12
<i>Roberto Luis Troster</i>	
<b>De volta para o passado</b>	
Fórum Popular do Orçamento.....	14
<b>Nem tudo que reluz é ouro, nem todo aumento do dólar afeta as contas públicas</b>	
Resultado da eleição de 27 e 28 de outubro de 2015 – Renovação do 3º Terço.....	16
<b>Balanco Patrimonial</b>	

O Corecon-RJ apóia e divulga o programa Faixa Livre, apresentado por Paulo Passarinho, de segunda à sexta-feira, das 9h às 10h30, na Rádio Livre, AM, do Rio, 1440 khz ou na internet: [www.programafaixalivre.org.br](http://www.programafaixalivre.org.br) ou [www.radiolivream.com.br](http://www.radiolivream.com.br)

# O câmbio desvalorizou... Vamos ao espetáculo do crescimento industrial?

Frederico Rocha\*

Em 2005, o economista José Gabriel Palma apresentou trabalho na Fiesp em que afirmava a existência de doença holandesa nos países do cone sul da América Latina, causando desindustrialização. Sob seu ponto de vista, ainda que a desindustrialização fosse um fenômeno presente na maior parte dos países desenvolvidos, no caso da América Latina, as causas da antecipação do processo estavam na política macroeconômica que, para controlar a inflação, utilizava taxas de juros excessivamente altas, que, combinadas com o mercado de capitais aberto, resultavam em perigosa depreciação cambial, retirando a competitividade do setor de bens comerciáveis e, mais especificamente, da indústria de transformação. Desde então, um conjunto de economistas que foram denominados de novo-desenvolvimentistas juntaram suas forças argumentando fortemente a existência de desindustrialização na economia brasileira, causada pela apreciada taxa de câmbio. É natural, portanto, diante da recente forte depreciação cambial do último ano, que se tenha a expectativa de assistir ao espetáculo de crescimento da indústria e, em seguida, da economia.

Países latino-americanos como o Brasil são historicamente caracterizados por crises do balanço de pagamentos. Raul Prebisch argumentava que essas crises eram causadas por diferenciais de elasticidade-renda da demanda por exportações e importações desses países. As exportações seriam pou-

co sensíveis ao crescimento da demanda mundial, enquanto as importações seriam muito sensíveis a crescimento da demanda interna. Por conseguinte, os países estariam fadados a limitar seu crescimento em decorrência de problemas nas contas externas. Essa preocupação de Prebisch pode ser expressa pela fórmula de Thirlwall<sup>1</sup>:

$$y = \frac{(1+\eta+\psi)(p_d - p_f - e) + \varepsilon z}{\pi}$$

Por essa fórmula, o efeito de uma desvalorização cambial dependerá das elasticidades-preço da demanda por exportação e importação. Dessa forma, para que o efeito seja significativo, é necessário que essas elasticidades sejam elevadas, o que não necessariamente é verdadeiro. De fato, estimativa para o período 2003-2010, realizada por Kawamoto, Santana e Fonseca (2013), encontra elasticidades-preço das duas demandas bastante reduzidas, em torno, de respectivamente, -0,2 e -0,08. Conforme mostram os autores, os efeitos-renda sobre as duas variá-



veis são muito mais significativos, em concordância com as hipóteses de Prebisch.

Existe, contudo, um problema adicional. A desvalorização cambial tem apenas um efeito de mudança de patamar sobre o PIB. Isto significa que, para influenciar de maneira constante, seria necessário que houvesse seguidas desvalorizações reais da taxa de câmbio, ou seja, o processo de desvalorização da moeda deveria persistir. Assim, para que haja persistência do crescimento da indústria, mesmo que reduzido, o novo-desenvolvimentismo deve contar com o efeito Kaldor-Verdoorn, ou seja, a existência de economias de escala ou aprendizado, que, nesse caso, devem ser bastante significativas e de elevada inclinação inicial, dada a reduzida elasticidade-preço das exportações e importações. Nesse

sentido, deve-se, no mínimo, ser cético a respeito da possibilidade de um novo espetáculo da indústria fruto da desvalorização.

Ainda que o desejo de ser otimista seja grande, existem razões adicionais para não se esperar uma reação da indústria nos próximos anos. Apesar de o emprego industrial ter se mantido estável na última década, a produção industrial apresentou um crescimento de cerca de 30%, de acordo com dados da Pesquisa Industrial Mensal. Isso significou uma mudança de tendência em relação à década de 90, quando houve queda do emprego e manutenção do produto. A principal razão para essa diferença, no entanto, não foi o câmbio, que se manteve apreciado, mas o crescimento do consumo e da formação bruta de capital. A recente desaceleração desses dois componentes da demanda agregada, somada à mudança de composição e de redução do crescimento chinês, trazem más notícias para nossa indústria. A retomada do crescimento da indústria depende fundamentalmente da reordenação das variáveis de gasto da economia brasileira. É para lá que devemos olhar.

\* É professor do Instituto de Economia da UFRJ.

<sup>1</sup> Em que  $y$  é a taxa de crescimento do PIB,  $\psi$ , a elasticidade-preço da demanda por importações,  $\eta$ , a elasticidade-preço da demanda por exportações,  $p_d$ , a taxa de crescimento do nível de preços domésticos,  $p_f$ , a taxa de crescimento do nível de preços externos,  $e$ , a taxa de variação da taxa câmbio,  $\varepsilon$ , a elasticidade-renda da demanda por exportações,  $z$ , a taxa de crescimento mundial, e  $\pi$  a elasticidade-renda das importações.



# Novo Patamar do Câmbio: Custos e Benefícios

Renato Baumann\*

O dólar estadunidense valia R\$ 0,94 no início do Plano Real, em julho de 1994. A partir daí teve início uma elevação quase constante, mas entre abril e setembro de 2002 houve uma aceleração, de R\$ 2,36 a R\$ 3,89. Isso correspondeu, como sabido, a expectativas com relação ao ambiente político interno, assim como à concentração de pagamentos devidos em moeda forte. Essa rápida desvalorização foi logo revertida: em maio de 2003 o dólar já havia retornado ao nível de R\$ 2,96, nível em que se manteve sem grandes variações até maio do ano seguinte (cotado a R\$ 3,13).

A partir de 2003 teve lugar sistemática redução da taxa de câmbio, atribuída a diversos fatores, entre os quais cabe mencionar o cenário internacional favorável às exportações e ao acesso ao crédito, a política de acumular reservas de divisas, o alongamento do perfil da dívida e a própria confiança na economia, entre outros. Como resultado, em junho de 2011 o dólar valia não mais que R\$ 1,56.

Tanto a tendência de queda na taxa de câmbio quanto o nível alcançado por essa taxa implicaram forte perda de competitividade dos bens e serviços nacionais.

A partir de julho de 2011 teve início um processo de reversão dessa tendência, com a taxa de câmbio apresentando elevação sistemática. No ano de 2014 a taxa

de câmbio média foi de R\$ 2,35.

A surpresa estaria por vir no corrente ano. Nos oito primeiros meses de 2015, a taxa de câmbio foi elevada em um terço acima do nível médio registrado em 2014, superando as expectativas. Em doze meses (agosto/agosto) a variação superou os 60%, algo raro no cenário econômico da maior parte dos países.

Essa aceleração do processo de desvalorização cambial motiva um conjunto de considerações, com relação aos seus potenciais impactos sobre a economia brasileira. Uma variação dessa magnitude inevitavelmente provoca reações de euforia por parte de alguns e desânimo de parte de outros. A questão que ganha importância é, portanto, se a desvalorização acelerada da moeda nacional, assim como o nível da paridade em relação ao dólar, são fatores positivos ou negativos.

A primeira observação a destacar é, portanto, que a análise deve contemplar duas dimensões distintas. É preciso distinguir entre os efeitos do nível da taxa de câmbio (aparentemente mais próximo ao que seria um nível de equilíbrio) e aqueles derivados do ritmo de variação dessa taxa (bastante acelerado, em curto período de tempo).

A literatura sobre câmbio destaca uma quantidade expressiva de efeitos que podem derivar do nível ou do ritmo de mudança da taxa de câmbio. Em grande medida isso se deve à característica única desse preço especial.



Ele afeta a maior parte dos demais preços do sistema econômico, ao mesmo tempo em que – sobretudo nos regimes de taxas flexíveis – tem a peculiaridade de poder se ajustar para cima ou para baixo, algo não permitido à maior parte dos demais preços da economia. Câmbio é, nesse sentido, semelhante a uma ‘bomba de estilhaço’: uma alteração visando um objetivo específico pode ter consequências variadas, sobre diversos setores.

Tratando de apresentar num espaço exíguo a multiplicidade de efeitos da taxa de câmbio, talvez a melhor maneira seja fazer isso em forma taxonômica, isolando os impactos positivos e os negativos. Efeitos positivos:

1. Uma desvalorização torna, de imediato, mais caras as importações, o que desestimula a demanda interna por bens e serviços importados, assim como torna mais baratos – em moeda forte – os

bens e serviços produzidos aqui. Há, contudo, diferenças de ritmo de resposta. As importações tornam-se mais caras de imediato em moeda nacional. Já para que o preço mais baixo das exportações se traduza em aumento do volume exportado leva algum tempo, até que os agentes econômicos percebam essa novidade e reajam, fechando novos negócios. A velocidade da desvalorização tem, portanto, impactos diferenciados.

2. Os dois efeitos acima, sobre exportações e importações, contribuem para melhorar o saldo de Transações Correntes, que no caso do Brasil já atingiu níveis pouco confortáveis, acima dos 4% do PIB.

3. De modo semelhante ao que ocorre com mercadorias, também no mercado de serviços há efeitos sobre importações e exportações. Em particular, isso é mais visível no mercado de turismo e viagens internacionais. Uma desvalorização desestimula os gastos com viagens ao exterior, ao mesmo tempo em que torna mais atrativas as viagens de turismo ao país, que ficou mais barato em moeda forte.

4. Uma desvalorização torna mais baratos, em moeda forte, os ativos na economia brasileira. Como resultado, aumenta a atratividade para que os investidores externos se associem ou comprem empresas que operam no mercado nacional, ou mesmo invistam em novas plantas produtivas aqui.
5. A desvalorização eleva o valor, em moeda nacional, do estoque

de reservas de divisas. Isso contribuiu para reduzir a dívida líquida pública em moeda nacional.

6. O estímulo às exportações tem um conjunto de consequências favoráveis, como a elevação do fluxo de renda interno derivado da receita com exportações, portanto há possibilidade de aumento da arrecadação fiscal e da capacidade de poupança interna da economia.

7. Ao menos por um tempo, até que a desvalorização tenha impacto sobre o nível de preços e isso resulte em ajustes nos salários reais, haverá ganho de competitividade por parte dos bens e serviços produzidos aqui, uma vez que se eleva de imediato a relação câmbio/salários<sup>1</sup>.

8. A desvalorização recente contribuiu para amortecer, ao menos em parte, os impactos esperados como consequência da elevação da taxa básica de juros nos EUA. Essa elevação deve provocar migração de recursos para aquele país, dadas as condições peculiares que destacam a economia norte-americana no conjunto das demais economias, e isso implicará depreciação das moedas dos países de onde partam esses recursos. Com um nível já elevado de taxa de câmbio, a variação adicional certamente será menor do que se não tivesse ocorrido a desvalorização do real.

9. Há um certo consenso no sentido de que se é impossível identificar o que seria uma taxa de câmbio de equilíbrio, o novo patamar de taxa de câmbio é hoje mais coerente com o tamanho da economia brasileira e o nível de renda per capita nacional. O estranho era o período em que, até em países de alta renda, os bens e serviços eram mais baratos do que aqui.



Entre os fatores negativos é possível listar:

1. Uma taxa de câmbio mais alta alimenta a inflação, já que encarece os itens importados e os insumos para a produção nacional. No caso brasileiro, esse efeito é menor do que em outras economias, uma vez que a economia é relativamente 'fechada'. Mas como a pauta de importações é composta, sobretudo, de itens com baixo grau de substituição (em 2014 não menos de 83% do valor importado correspondeu a bens de capital, combustíveis e lubrificantes e matérias-primas) esse efeito propagador sobre preços é inevitável.

2. Uma taxa de câmbio mais alta eleva o custo de captação de recursos no mercado externo, uma vez que os compromissos têm de ser saldados em moeda forte, e encarece a parcela em moeda forte da dívida das empresas.

3. A desvalorização encarece o serviço da dívida externa. Felizmente, no Brasil, o grosso da dí-

vida pública é em moeda nacional, mas algum impacto acontece na parcela denominada em moeda forte.

4. A desvalorização afeta negativamente o processo de integração regional: a desvalorização do real implica perda de competitividade das exportações dos países parceiros. Quanto maior a dependência do mercado brasileiro, tanto mais intenso esse impacto. Em 2013/14 a "Brasil-dependência" dos sócios do Mercosul esteve entre 20 e 30% do total das exportações de cada país. E o trauma da desvalorização não anunciada e de magnitude no início de 1999 é algo ainda não totalmente superado na região.

5. Um câmbio mais alto eleva o custo fiscal de manutenção do nível de reservas de divisas, uma vez que a autoridade monetária brasileira remunera essas divisas à taxa Selic e investe esses recursos no exterior, recebendo por isso juros que hoje estão próximos de zero.

6. Esse processo alimenta expectativas negativas por parte de investidores potenciais: um ritmo acelerado de desvalorização contribuiu para que as percepções sejam alimentadas pela preocupação com as perspectivas do ambiente de negócios no país.

Não faz qualquer sentido inferir, com base no número de pontos positivos e negativos, se a taxa de câmbio atual é boa ou ruim. O que é possível afirmar é que variações abruptas são indesejáveis, tanto de alta como de baixa. Mas o patamar atingido parece estar mais próximo a uma situação de equilíbrio do que a vivenciada há quatro anos.

\* É do Ipea e UNB. O autor esclarece que as opiniões no artigo são inteiramente pessoais e podem não corresponder à posição dessas instituições e agradece os comentários, sem comprometê-los, de Marcos Cintra e Roberto Melo.

<sup>1</sup> A relação câmbio efetivo/salários aumentou 8% entre junho de 2014 e junho de 2015.

# Na antessala de uma previsível crise cambial

Plínio de Arruda Sampaio Jr.\*

A maxidesvalorização do Real expõe a elevada vulnerabilidade da economia brasileira aos humores do capital internacional. Antes de representar uma mudança de preço relativo que abre espaço para a recomposição do sistema econômico nacional, abalado pela crise terminal da industrialização, a depreciação do Real anuncia a possibilidade de uma grave crise de estrangulamento cambial e, como consequência, o aprofundamento do processo de reversão neocolonial que solapa a capacidade do Estado de defender a economia popular e promover o desenvolvimento nacional.<sup>1</sup>

A desvalorização da taxa nominal de câmbio, da ordem de 80% desde agosto de 2014 e 30% desde julho de 2015, é parte do processo de acomodação da hierarquia internacional das moedas provocado pelo fortalecimento do dólar. Condição pela expectativa de inflexão na política de “facilitação quantitativa” do *Federal Reserve*, a depreciação das moedas em relação ao dólar foi reforçada pelo enfraquecimento do renminbi após a eclosão da crise financeira chinesa. As economias da periferia com elevada dependência da exportação de commodities foram as mais afetadas.<sup>2</sup>

A queda mais intensa do Real deve ser atribuída à situação cam-

bial particularmente delicada em que se encontra a economia brasileira.<sup>3</sup> A inflexão dos superávits comerciais e a escalada das transferências de recursos ao exterior para saldar obrigações decorrentes da crescente presença do capital internacional – seja na forma de transferências de juros, remessas de lucros e royalties, seja no acúmulo de despesas com a amortização da dívida externa – levaram a uma crescente ampliação do hiato de recursos necessários para fechar o balanço de pagamentos.

A dimensão do problema pode ser aquilatada quando se leva em consideração que entre 2006 e 2014: a) o saldo comercial sofreu uma contração de mais de US\$ 50 bilhões (passado de um superávit de US\$ 46,5 bilhões para um déficit US\$ 3,9 bilhões); b) o resultado do balanço de pagamentos em conta corrente sofreu uma deterioração de US\$ 104 bilhões (passando de um saldo positivo de US\$ 13 bilhões para um déficit de US\$ 91 bilhões); e c) as despesas anuais com amortizações referentes à dívida externa total aumentaram em US\$ 102 bilhões (passando de US\$ 53 para US\$ 155 bilhões).

À necessidade de crescentes fluxos de recursos externos para cobrir obrigações no exterior, soma-se a extraordinária vulnerabilidade da economia brasileira a movimentos de fuga de capital.<sup>4</sup> Ao sancionar a enxurrada de capitais que entravam no país para aproveitar as fabulosas oportunidades de lucro fácil abertas pela especulação em *carry trade* e pelo crescimento impulsionado pelo *boom* das commodities, o ciclo “neodesenvolvimentista” acarretou uma expansão exponencial do estoque de ativos de estrangei-



ros no país. A contrapartida contábil da temerária decisão de surfar na bolha financeira internacional foi o aumento do passivo externo bruto em 4,4 vezes entre dezembro de 2002 e junho de 2015. O potencial destabilizador que isso representa fica patente quando se constata que a magnitude do passivo externo financeiro líquido (que considera apenas os ativos externos de alta liquidez e desconta o valor das reservas) atingiu US\$ 632 bilhões em junho de 2015.<sup>5</sup>

Os problemas nas contas externas eram previsíveis. A vulnerabilidade externa é uma característica estrutural do padrão de acumulação liberal periférico. A especialização regressiva e o aprofundamento da internacionalização reforçam a tendência a desequilíbrios externos típica do subdesenvolvimento. A integração no sistema financeiro internacional leva ao paroxismo a instabilidade gerada pelos vaís e vens dos fluxos de capitais, também típica do subdesenvolvimento.

Posta em perspectiva histórica, a depreciação do Real, que ganha im-



peto desde meados de 2011, anuncia o início de uma nova fase do círculo vicioso que faz as economias enredadas no padrão de acumulação liberal periférico alternarem efêmeros ciclos de bonança com longos períodos de crise e estagnação. Desde o início do processo de liberalização, que remonta ao programa de ajuste estrutural imposto pelo FMI no início dos anos 1980s, o Brasil viveu apenas doze anos de prosperidade, divididos em dois períodos de expansão da renda per capita (1994/1997 e 2004/2011), e vinte e três anos de estagnação, repartidos em três períodos (1981/1993, 1998/2003 e o que se iniciou em 2012 e não tem previsão de fim).

Os momentos de expansão e estagnação condicionam-se reciprocamente e são determinados em última instância pela conjuntura internacional. Nos contextos favoráveis, em que há abundância de recursos externos e valorização dos termos de troca, o crescimento da economia é aproveitado para impulsionar novas rodadas de modernização dos padrões de consumo e vem acompanhado de valorização da taxa de câmbio, reversão dos saldos comerciais positivos e acúmulo de déficits em conta corrente no balanço de pagamentos. Nas conjunturas desfavoráveis, a economia é coagida a “ajustar-se” às novas circunstâncias. A fim de viabilizar gigantescas transferências de recursos ao exterior, reais e financeiros, o país é forçado a contrair o mercado interno, desvalorizar o câmbio, gerar mega-superávits comerciais e promover novas rodadas de privatização do patrimônio público e desnacionalização da economia.

Ainda que a desvalorização da Real possa dar algum alento a setores industriais que operam em mercados onde a proximidade do

consumidor constitui importante vantagem competitiva, é uma ilusão imaginar que o encarecimento das importações possa interromper o movimento de desindustrialização. As forças responsáveis pelo desmantelamento do sistema industrial – a coluna vertebral do sistema econômico nacional – são estruturais. Elas operam tanto nos momentos de câmbio valorizado, quando a concorrência de importados inviabiliza a produção nacional, como nos momentos de desvalorização cambial, quando o aumento da dívida em moeda internacional fragiliza a empresa nacional, deixando-a a mercê de operações de açambarcamento do capital internacional; e a escassez de divisas submete o país aos imperativos do ajuste liberal, deprimindo o mercado interno e reforçando a especialização da economia na divisão internacional do trabalho.

As circunstâncias que permitiram a industrialização por substituição de importações entre 1930 e 1980 não estão mais presentes. Na era global, as exigências e requisitos da industrialização capitalista tornaram-se inconciliáveis com a industrialização baseada na proteção do mercado interno, defesa da produção nacional e forte intervenção do Estado na economia.

O desenvolvimento de cadeias de valor é incompatível com a industrialização ancorada num regime central de acumulação, que se organiza em torno de um sistema industrial articulado em torno do setor de bens de produção. O salto de qualidade nas escalas mínimas de produção inviabiliza a circunscrição do horizonte de produção aos espaços econômicos nacionais. A crescente integração do mercado mundial, que induz à progressiva liberalização comercial, inviabiliza a cristalização do mercado interno

como eixo dinâmico da economia nacional. A progressiva mobilidade espacial dos capitais, sancionada pela liberalização financeira, solapa a capacidade do Estado nacional de controlar os centros internos de decisão, inviabilizando políticas voltadas para o desenvolvimento nacional. Por fim, a mudança de qualidade na estrutura técnica e financeira do capital aumenta a fragilidade relativa da base empresarial nacional e elimina qualquer possibilidade de uma reação nacionalista aos desideratos dos centros imperiais.

Nesse contexto, o raio de manobra das autoridades econômicas para proteger a economia nacional de ataques especulativos contra a moeda é mínimo, reduzindo-se basicamente à elevação dos juros da dívida pública para compensar o risco soberano e à queima de reservas para financiar os desequilíbrios externos, na esperança de que a tormenta provocada pela inflexão dos fluxos de capitais seja passageira.

O resgate do destino nacional requer uma profunda ruptura com os interesses econômicos e sociais – internos e externos – que sustentam o Plano Real. Enquanto a sociedade permanecer submetida aos imperativos do grande capital, sujeita à disciplina implacável das agências de risco e à tutela draconiana dos organismos internacionais, é impossível imaginar uma política econômica com um mínimo de conteúdo nacional e democrático.

O primeiro passo é centralizar o câmbio e estabelecer um rigoroso controle sobre o movimento de capitais, a fim de evitar que as divisas sejam dilapidadas no financiamento da fuga de capitais. O segundo é romper com o padrão de acumulação baseado na cópia dos estilos de vida das economias centrais e organizar a economia e a sociedade

de em função dos interesses estratégicos do conjunto da população. Uma ruptura dessa envergadura é evidentemente impossível sem uma mudança prévia nas bases sociais e políticas do Estado brasileiro.

---

É professor do Instituto de Economia da Unicamp – IE/Unicamp.

---

1 O risco de que o fim da política monetária expansionista dos Estados Unidos provoque crises de dívida externa é objeto da publicação do FMI *Global Financial Stability Report – Vulnerabilities, Legacies and Policy Challenges – Risks Rotating to Emerging Markets*, de outubro de 2015.

2 O efeito da valorização do dólar sobre as economias que fazem parte do elo fraco do sistema capitalista mundial é discutido em IMF, *World Economic Outlook*, de outubro de 2015, especialmente em seu capítulo 3.

3 Ver IMF, *World Economic Outlook*, outubro de 2015, Gráfico 1.13, p. 21.

4 Em 2015, o equilíbrio do balanço de pagamentos supõe a captação externa de US\$ 221 bilhões, correspondendo à expectativa do Banco Central de que o déficit em conta corrente seja reduzido para US\$ 65 bilhões e as despesas com o principal da dívida externa sejam da ordem de US\$ 156 bilhões. Entre 2009 e 2014, no auge da especulação em *carry trade*, a entrada líquida de recursos externos foi inferior a US\$ 90 bilhões ao ano.

5 O passivo externo financeiro líquido é calculado subtraindo do passivo externo bruto o estoque de investimentos estrangeiros diretos da modalidade “participação no capital” e as reservas cambiais (no conceito de caixa). O efeito desestabilizador de um ataque especulativo contra o Real seria ainda mais devastador porque desencadearia a fuga para o dólar de capitais (ditos) nacionais. A gravidade do problema fica evidente quando se constata que o M4 – que congrega o valor de ativos financeiros de elevada liquidez – alcança mais de 90% do PIB. Basta que uma ínfima proporção dessa riqueza busque o dólar como reserva de valor para consumir as reservas cambiais. A vulnerabilidade externa da economia brasileira é tratada em detalhes no trabalho de Fernando D’Angelo Machado, “Mobilidade de capitais e vulnerabilidade externa do Brasil: a nova qualidade da dependência financeira”. Dissertação de Mestrado, Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas – IE/Unicamp, Campinas, 2011.

# Câmbio e políticas industriais

Josef Barat\*

Com relação à questão do câmbio, há economistas mais competentes do que eu para analisar as inter-relações com a inflação e as contas externas. Vou me ater, todavia, a um aspecto que me parece importante neste debate. A desvalorização do real estimula, sem dúvida, as exportações de produtos industriais e de commodities. No caso dessas últimas, a desvalorização compensa, de certa forma, a tendência de queda nos preços e a retração da demanda internacional. Mas no caso dos bens industriais, se, de um lado, torna a indústria brasileira mais competitiva, de outro, escamoteia as causas estruturais da sua baixa produtividade e a perda de capacidade de competir no mercado mundial.

## Samba de uma nota só

Numa economia mais fechada, os benefícios da desvalorização para a indústria são muito evidentes. O câmbio desvalorizado torna os bens industriais mais baratos para o comprador e, se a qualidade ou a componente tecnológica não forem importantes, esses bens serão mais competitivos, frente aos ofertados por outros países. Por outro lado, as barreiras alfandegárias e as reservas de mercado garantem uma produção interna que não acompanha necessariamente a evolução tecnológica mundial de ponta.

O problema é que, há décadas, vivemos num ambiente econômico mundial cada vez mais integrado e competitivo. As cadeias produtivas são extremamente complexas e dispersas por inúmeros

países. Componentes, partes e conteúdos tecnológicos são produzidos em países diferentes e, portanto, o mesmo câmbio desvalorizado que afaga o exportador, também o castiga naquilo que importa para compor os bens produzidos. Ou seja, acaba repercutindo em aumento de custos e pressionando os preços.

Mas o que me parece mais grave é que a indústria brasileira acomodou-se à discussão do câmbio e não quis enfrentar os governos para que fossem dadas soluções duradouras para outros problemas que afetam a sua competitividade. Samba de uma nota só (câmbio) e às vezes de duas (câmbio e desonerações fiscais), que podem aliviar os apertos de alguns setores, mas não resolvem o problema da indústria como um todo. Algo do tipo “me engana que eu gosto”.

## Tendência mundial

A tendência de redução da participação industrial no PIB tem sido um fenômeno mundial. É consequência do maior dinamismo de outros setores induzindo o crescimento. Dados do Banco Mundial mostram que, entre os anos de 1990 e 2014, a participação do valor adicionado pela indústria de transformação (manufaturas) no PIB declinou nos Estados Unidos (de 15% para 11%), no Reino Unido (19% para 9%), na França (18% para 11,5%) e na Alemanha (27% para 22%). O Brasil segue esta tendência, mas com redução acentuada, de 25% para 11%.

Para os Estados Unidos e Reino Unido, a explicação é clara. Apesar da alta produtividade da

indústria, o eixo do dinamismo passou gradualmente para a enorme capacidade de inovação tecnológica e absorção do talento como fatores de produção – ou seja, a mudança aconteceu pela força das tecnologias da informação e a pujança da chamada indústria criativa em todos os campos do entretenimento e da cultura, além, é claro, da terceirização da produção de manufaturas para a China, Índia e outros países asiáticos. Alemanha e França acompanharam, em menor grau, essa tendência. Mas a Alemanha, de certa forma, se mantém presa aos extraordinários níveis de produtividade da sua indústria para promover o crescimento. Na Alemanha, a queda da participação da indústria de transformação foi a menos acentuada.

É claro que a tendência de queda no Brasil, mal ou bem, acaba por traduzir também a ascensão do dinamismo de outros setores, como a agricultura moderna e os serviços de alta produtividade. Mas como explicar que – exceção feita a alguns segmentos altamente competitivos da indústria – o setor industrial esteja decaindo de forma tão preocupante?

## Fatores estruturais

Parece-me óbvio que o Brasil, em comparação aos países citados, tem “desindustrialização” e perda de competitividade mais acentuadas em decorrência de fatores estruturais próprios. Os fatores mais visíveis são: a) carga tributária elevada e irracional, que retira da atividade industrial recursos para investimentos e atualização tecnológica; b) burocracia inibidora

de iniciativas, que subtrai tempo e disponibilidade de recursos humanos; e c) gargalos nas infraestruturas – especialmente os logísticos –, que encarecem o abastecimento interno e limitam a competitividade das exportações.

Em geral as queixas das entidades representativas das indústrias se concentram nesses três itens. Mas há ainda dois fatores, um pouco menos visíveis, que não despertam tanto interesse em reclamar: a) persistência em manter mecanismos de proteção (ou crédito favorecido) a setores cronicamente ineficientes; e b) indignância dos mecanismos de financiamento e estímulo à inovação tecnológica. Talvez porque, com raras exceções, todos gostariam de se acomodar sob o manto protetor do Estado e ficar longe dessa complicação que é a contínua necessidade de atualização tecnológica e inovação tanto de produtos, como de formas de produção.

Mas há dois fatores, no entanto, que infelizmente se mantêm longe do interesse da indústria. O primeiro é a persistência de uma política externa tacanha e incapaz de integrar a indústria brasileira aos melhores parceiros e aos grandes eixos de expansão do comércio mundial. As opções equivocadas da nossa política externa – com escolhas de parcerias irrelevantes – acarretaram um reforço à baixa competitividade dos nossos produtos industriais e reduziram sua relevância na pauta de exportações. Com as exceções de praxe, cada vez mais, agregamos menos valor ao que nossa indústria exporta. Para dar um alívio, o câmbio ajuda, mas não resolve mais adian-



te a absurda teimosia de manter a indústria atrelada à pobreza e incertezas do Mercosul e dos mercados emergentes da África.

Por outro lado, a “opção preferencial pela pobreza” da nossa política externa excluiu deliberadamente o Brasil dos grandes acordos transcontinentais (Pacífico e Atlântico). Com isto, o país ficou fora dos fluxos relevantes do comércio mundial para bens industriais e serviços. Não é por acaso que nosso comércio exterior é reduzido e está se reduzindo ainda mais. Os equívocos da política externa colocaram a nossa indústria em situação de vulnerabilidade, perpetuando a sua baixa capacidade competitiva. Com isto, fica muito difícil a inserção da produção industrial brasileira nos eixos dinâmicos do comércio mundial, pelos seus baixos níveis de produtividade e inovação.

## Baixos níveis de produtividade

Por fim, o segundo fator estrutural – para o qual tanto o governo, quanto os empresários fecham os olhos – é o dos baixíssimos níveis de produtividade média da indústria brasileira. Os precários níveis

educacionais e de qualificação dos recursos humanos, a incapacidade de valorizar o talento como fator de produção e a dificuldade em gerar e introduzir inovações nos processos produtivos são desvantagens que reduzem consideravelmente a produtividade da indústria brasileira. Logicamente temos as exceções de alguns poucos segmentos industriais de ponta, mas, na média, a indústria brasileira tem baixíssimos níveis de competitividade em termos mundiais.

Por outro lado, não bastou a persistência, por décadas, de gargalos de natureza estrutural em todos os segmentos das infraestruturas e da gestão pública. Recente avaliação dos indicadores de competitividade do Fórum Econômico Mundial mostrou que o Brasil caiu 18 posições em apenas um ano no ranking de competitividade. Os indicadores do país se de-

terioraram em praticamente todos os pilares que sustentam a produtividade. O abandono e desca-so com os fundamentos macroeconômicos – além do colapso dos investimentos públicos – decorrentes da chamada Nova Matriz Econômica contribuíram para esta rápida degradação das posições nos diversos rankings. Segundo o Fórum, o país passou da 57ª posição, em 2014, para a 75ª (entre 140 países) em 2015.

Em resumo, o câmbio, a meu ver e como diria o nosso grande poeta Drummond, é uma boa rima, mas não é uma solução. Não deixa de ser uma solução temporária, claro, mas não altera as bases estruturais dos graves problemas da indústria brasileira.

A representação fragmentada da indústria, movida por interesses oportunistas, impede a mobilização mais ampla para políticas

consequentes de aumento da produtividade, que tornem nossa indústria mais competitiva. Sem integração comercial às grandes alianças formadas no mundo e sem o maior peso das transações externas, o Brasil continuará patinando na nostalgia de um desenvolvimentismo baseado em proteções pontuais e imposição de produtos nacionais de baixa qualidade. Principalmente, a nostalgia “daquela delícia de câmbio” que nos faz esquecer os gargalos nas infraestruturas, a deficiência da qualificação humana, a tributação irracional, a burocracia corrupta e kafkiana e os favores concedidos aos amigos de sempre...

\* É economista e consultor. Foi superintendente do BNDES, secretário de Transportes do Estado do Rio de Janeiro nos governos Faria Lima e Moreira Franco e diretor da ANAC, dentre outras funções nos setores público e privado.



# O papel da taxa de câmbio nas crises de 2003 e na atualidade

Francisco Eduardo Pires de Souza\*

**E**m 2003 o Brasil passou por um severo processo de ajuste econômico, que fez a economia mergulhar numa recessão profunda, porém curta: durou apenas dois trimestres. No início do segundo semestre, a economia ingressou num processo de recuperação vigoroso, liderado pela indústria de transformação, que em 2004 já alcançou a invejável taxa de crescimento de 8,6%.

Seria difícil imaginar essa recuperação da indústria (e do PIB) sem ter em conta o impulso inicial oriundo dos ganhos de competitividade proporcionados pela depreciação do real ocorrida no período anterior. Naquela época as exportações representavam cerca de 17% da produção industrial, que por sua vez tinha uma participação de 17,9% do PIB (no conceito de VA). Sob o estímulo da taxa de câmbio favorável, o volume das exportações de manufaturados cresceu à impressionante taxa média anual de 24% ao longo do biênio 2003/2004.

É sabido que os ventos favoráveis do comércio internacional contribuíram para a boa performance das exportações de manufaturados naquele período. Contudo, mesmo controlando-se este fator externo, pode-se verificar que o desempenho das vendas externas de manufaturados brasileiros foi excepcional. De acordo com dados da OMC, no período 2003-2004 as exportações mundiais de manufaturados tiveram um crescimento anualizado de 8,5% – sem dúvida uma forte expansão, mas nada comparável

ao exuberante ritmo exibido pelos congêneres brasileiros.

O gráfico abaixo mostra a relação entre a taxa de câmbio (real efetiva) e a evolução do *market share* das exportações brasileiras de manufaturados. Esta evolução do *market share* está medida pelo quociente do índice de volume das exportações brasileiras e o das exportações mundiais de produtos manufaturados. Podemos assim avaliar a performance brasileira associada a fatores domésticos, isto é, “descontando-se” o efeito das variações no comportamento do comércio mundial. Verifica-se então que, no rastro da recomposição de competitividade proporcionada pela depreciação do real a partir de 1999, o *market share* das exportações brasileiras de manufaturados sobe 43%, de um índice 70 em 1998 para 100 em 2005, para depois declinar progressivamente na medida em que o real se aprecia, até atingir um piso em 2012 (índice igual a 63,4).

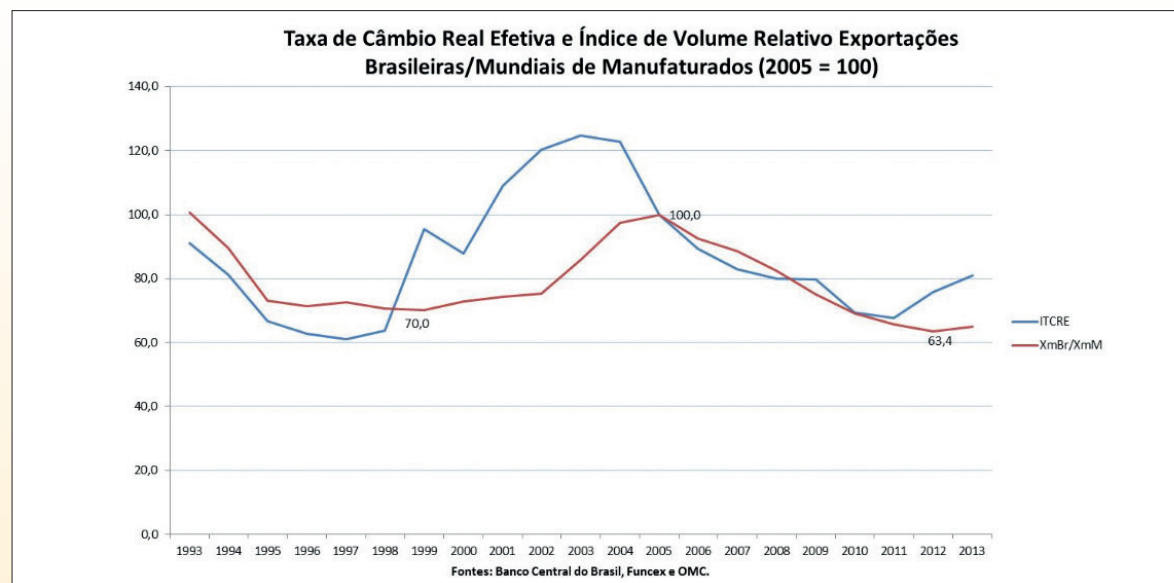
O desempenho marcante da produção e das exportações da indústria de transformação a partir do segundo semestre de 2003 durou, como se sabe, poucos anos. A progressiva erosão da competitividade na segunda metade da década de 2000, que culminou em 2011 – quando a taxa de câmbio real efetiva atingiu um nível cerca de 30% abaixo do pré-Plano Real – levou a indústria a perder mercados no exterior e no país. Nem mesmo o forte dinamismo da demanda doméstica foi capaz de sustentar o crescimento da produção. Entre 2004 e 2010, enquanto a demanda doméstica por produtos manufaturados cresceu a um ritmo médio anual de 4,4%, a produção brasileira destes bens teve uma expansão bem mais modesta, de 2,8% ao ano<sup>1</sup>. Uma parte grande – e crescente – da demanda “vazava” para o exterior.

Outros indicadores refletiram a perda de dinamismo industrial na medida em que o processo de

apreciação cambial se aprofundava: a participação de manufaturados na pauta de exportações caiu de 56% em 2004 para 37% em 2014 e o peso da indústria de transformação no PIB (conceito VA) caiu de 17,9% para 10,9% ao longo do mesmo período.

O crescimento do país ficou dependente de um setor de serviços de baixa produtividade e dos setores produtores de *commodities*, cujo desempenho (no caso da extrativa mineral) é altamente dependente da demanda e dos preços internacionais. A fragilidade deste modelo ficou clara quando, de um lado, o progressivo esgotamento do grande excedente de mão de obra, na primeira metade da década atual, colocou um freio à expansão dos serviços, enquanto o fim do superciclo de *commodities* encerrava a fase de ganhos fáceis de renda e de divisas.

Presentemente o Brasil atravessa uma profunda crise econômica, que já provocou alguns ajustes



importantes, um deles na taxa de câmbio. No início do quarto trimestre de 2015, o índice da taxa de câmbio real efetiva encontra-se num nível próximo ao da primeira metade da década passada – que, como vimos, foi capaz de infundir um grande dinamismo à produção e às exportações de manufaturados. Resta saber se o ganho de competitividade associado à recente depreciação cambial será capaz de gerar um impulso expansionista significativo, como em 2003/2004 e, olhando-se para um período mais longo, se o processo de desindustrialização será revertido.

Quanto à primeira questão, cabe ter em conta que as condições internacionais são hoje muito piores do que em meados da década passada. O comércio internacional, que então crescia vigorosamente, hoje está praticamente estagnado: segundo o World Trade Monitor, do CPB, no trimestre junho-agosto de 2015, o volume das importações mundiais ficou 0,5% abaixo do nível observado no último trimestre de 2014 (com ajuste sazonal). E a queda das importações mundiais tem levado a um acirramento da concorrência, que, no caso das manufaturas, já levou a uma queda de 6% nos preços nos últimos quatro trimestres. Num tal ambiente, fica muito mais árduo ganhar espaço no mercado mundial, e mesmo que se ganhe alguma fatia adicional, será um pouco mais de um total que está encolhendo.

Tudo leva a crer, portanto, que os efeitos da depreciação cambial serão, desta vez, muito mais modestos do que os observados em 2003/2004, principalmente no que se refere às exportações. O que não quer dizer que a restauração de uma taxa de câmbio competitiva não tenha um papel importante.

Para ter uma avaliação deste papel, a comparação relevante seria com o contrafactual, isto é, com o que ocorreria com as exportações de manufaturados caso a taxa de câmbio continuasse apreciada. Sem ter a pretensão de fazer aqui essa estimativa, cabe apenas lembrar que as exportações brasileiras de manufaturados (em volume) tiveram uma queda acumulada de pouco mais de 25% de 2007 até o ano passado, enquanto as exportações mundiais desta categoria de produtos cresceram mais de 15%. Se o ganho de competitividade resultante dos novos níveis da taxa de câmbio permitirem interromper esse processo declínio e promover alguma recuperação do *market share*, o que parece viável, inclusive à luz das precárias informações recentes, já terá sido um grande avanço.

Quanto à segunda questão, isto é, a possibilidade de reversão do processo de desindustrialização observado nos últimos anos, é preciso indagar, antes de mais nada, sobre o significado deste processo no contexto atual. Primeiramente, porque que houve uma mudança substancial na produção mundial nos últimos anos, tanto no que se refere a custos (que se reduziram substancialmente) e produtividade, quanto às características do comércio internacional (mais baseado em cadeias internacionais de valor) e à própria geografia da produção, com alguma reindustrialização nos EUA e a entrada de novos produtores – Tunísia, Bangladesh, etc. – nas atividades intensivas em mão de obra. Além do mais, como tem sido salientado por vários autores, a atividade de serviços (cada vez mais comercializável) tem se mesclado crescentemente com a atividade industrial, modificando ambas.

Todos os fatores acima tornam

obrigatório refletir sobre o significado de um processo de reindustrialização. Este não poderia ser um retorno a um *status quo* anterior (ao processo de apreciação cambial), mas certamente envolveria uma ampliação do valor agregado da indústria de transformação (em relação ao seu nível e participação atual no PIB), com uma redefinição dos pesos das diferentes atividades, da participação do setor de serviços na produção industrial e da inserção internacional do setor.

Por fim, cabe salientar que, sobretudo no que toca ao objetivo de reindustrialização do país, conforme assinalado nos dois parágrafos acima, e de retomada de um processo sustentado de crescimento, é indispensável repensar o regime cambial brasileiro ou, talvez, as políticas econômicas que têm levado esse regime a produzir os resultados que se tem observado. Como se sabe, e foi aqui largamente comentado, após gerar um nível cambial bastante competitivo na primeira metade da década passada, o regime de flutuação cambial produziu (sob as políticas monetária, fiscal e de comércio exterior adotadas) uma longa tendência de apreciação cambial, com consequências deletérias para a produção e exportação de bens industriais.

Muitos analistas têm afirmado que mais importante do que o nível da taxa de câmbio é a sua estabilidade (baixa volatilidade). Do ponto de vista de muitas empresas, provavelmente sim. Isto porque dado o conjunto de preços relativos externos/internos, estabilizado por uma taxa de câmbio pouco volátil, a empresa pode decidir quanto produzir internamente, quanto importar e quanto exportar, de forma a garantir sua rentabilidade (mesmo que a decisão seja de

se tornar uma empresa puramente importadora). Do ponto de vista da produção e do emprego no país, contudo, o nível da taxa de câmbio é decisivo (e a baixa volatilidade importante). Um país com câmbio apreciado é um país caro, pouco competitivo, pouco dinâmico, onde os setores produtores de bens comercializáveis (exceto os beneficiados por altas vantagens comparativas naturais) tendem a definhar.

Portanto, para assegurar a retomada de um processo sustentado de crescimento, com uma economia dinâmica e competitiva, é imprescindível contar com uma política econômica e um regime cambial capazes de garantir um nível competitivo (e tanto estável quanto as condições de bom funcionamento dos mercados permitirem) para a taxa de câmbio. Não cabe no espaço deste artigo discutir os requisitos para essa política econômica e regime cambial, mas tão somente sublinhar sua importância decisiva.

No longo prazo, sendo possível ingressar numa trajetória de crescimento robusto e sustentado, uma progressiva apreciação cambial poderá ocorrer na medida em que o crescimento da produtividade doméstica supere o observado no exterior. Enquanto esse futuro não chega, não é possível dispensar o estímulo proporcionado por uma taxa de câmbio depreciada como a atual.

1 Vide tabela 1 de Souza F.E.P. “Por que a indústria parou?”. In: Barbosa, N., Marconi, N., Pinheiro, M.C. e Carvalho, L. (Orgs.), *Indústria e Desenvolvimento Produtivo no Brasil*. Editora Elsevier.

\* É professor de Economia Internacional e Macroeconomia Aberta do IE/UFRJ, assessor da Diretoria do BNDES e autor e coautor de diversos artigos em periódicos e livros, entre os quais *A Economia Brasileira em Marcha Forçada* e *Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política*.

# De volta para o passado



Roberto Luis Troster\*

**A**pós a década de 1980, conhecida como a “década perdida”, o Brasil está na “década mais perdida ainda”. As projeções do FMI para a economia brasileira mostram que a renda per capita em dólares de 2010 só será recuperada depois de 2020. Outros indicadores, como investimento e conta corrente, mostram que a deterioração será pior agora do que foi antes, se nada for feito.

Note-se que as estimativas de crescimento do Fundo são mais otimistas do que as levantadas pelo boletim Focus do Banco Central do Brasil, que projetam 2,4% e 2,0% respectivamente para o crescimento da economia brasileira em 2020. Há mais indicadores de que há um retrocesso em curso.

Os números das contas nacionais levantadas pelo IBGE mostram que o país está andando em marcha a ré. Em dez anos, aumentaram mais do que a média a agricultura, os gastos do governo e os serviços de intermediação financeira em detrimento da queda das exportações e da indústria de transformação.

Em trinta anos, a realidade é outra. A tecnologia, a abertura comercial e financeira, a demografia, a globalização e o tempo mudaram o Brasil. Todavia a política econômica continua a mesma. Até o nome “desenvolvimentismo” continua o mesmo, evocando uma época ruim para fazer uma pior ainda.

A política econômica tem vários componentes, como o fiscal, o monetário, o agrícola, o industrial e o cambial, que é o objeto deste artigo. O desalinhamento cambial e a sua volatilidade fizeram e con-

tinuam fazendo um estrago monumental na economia brasileira.

A cada desvalorização do Real, há uma pressão inflacionária maior, o que se reflete em juros altos por mais tempo e, consequentemente, num déficit nominal maior, mais dívida pública e menos crescimento.

Outro ônus no orçamento é o custo das operações do Banco Central com *swaps* cambiais, que, este ano, foi superior a R\$ 100 bilhões e o de carregamento das reservas internacionais, que é o diferencial entre a taxa interna e externa de juros, que já excede os R\$ 150 bilhões. Somando os dois, a política cambial onerou o Tesouro Nacional, apenas em 2015, o equivalente a mais de oito vezes o que poderia ser arrecadado com a CPMF, cerca de R\$ 250 bilhões.

Agravando o quadro, a volatilidade da taxa cambial e a indefinição sobre o patamar em que se deve estabilizar a moeda norte-americana geram incertezas para empresários, que postergam decisões de investir e produzir. Dificulta exportações por medo de queda na taxa no momento de fechar a operação e as importações por temor à alta do preço das divisas.

Outro impacto adverso é que a desvalorização brusca do Real fez com que as dívidas em dólares de empresas brasileiras aumentassem consideravelmente, e, dessa forma, fragilizando-as, num momento delicado da conjuntura. Endividaram-se em dólares confiando na estabilidade do câmbio e agora vão pagar caro pela ingenuidade.

Mais um efeito é na credibilidade da equipe de governo. Como o preço do dólar é um termômetro imperfeito do desempenho da

gestão econômica, a alta rápida e a exacerbação da volatilidade alimentam inseguranças sobre os rumos na condução do país.

O ponto é que a cotação da divisa norte-americana é um problema, e continuará a ser, se não mudarem a forma de gerir o câmbio. Depende de fatores externos, como as taxas de juros nos Estados Unidos e os preços das commodities, sobre os quais o governo brasileiro não tem nenhum controle de condicionantes internos; da evolução das contas públicas e a produtividade das empresas, onde a condução econômica do país tem alguma influência; e da política cambial brasileira, que é totalmente controlada pelo Banco Central do Brasil e é praticamente a mesma há décadas.

A atuação da autoridade monetária no câmbio se dá em três frentes: mantendo o volume de reservas elevado, usando operações de *swaps* cambiais para influenciar a cotação do dólar, e conservando imaculada a legislação cambial.

O custo de carregar as reservas internacionais é astronômico: são US\$ 368 bilhões, a R\$ 3,8/US\$ com um diferencial de taxas de 13%, totalizando R\$ 180 bilhões por ano (R\$ 150 bilhões nos primeiros dez meses). Note-se que é inócua para crises mais graves; na de 1998/1999 custou dezenas de bilhões de dólares, fazendo a alegria de especuladores sem nenhum benefício para o país. É um disparate, assim como é a organização institucional das negociações com moeda estrangeira no Brasil.

As transações com divisas estão estruturadas em dois departamentos comunicantes: um é o das operações à vista, o pronto,

que negocia algumas centenas de milhões por dia; o outro é o futuro, onde são transacionados dezenas de bilhões diariamente.

O primeiro é burocrático e anacrônico: a lei que regulamenta as operações cambiais no Brasil é de 1932, foi assinada por Getúlio Vargas e Osvaldo Aranha. O segundo é moderno e sofisticado, e, em razão dos valores transacionados serem tão maiores, é o maior determinante da dinâmica de preços.

Uma segunda consequência da fragmentação é que a ineficiência maior do mercado pronto, por conta da sua obsolescência, também aumenta a volatilidade da cotação do dólar, que fica refém dos humores do mercado financeiro internacional no curto prazo.

Três correções são necessárias para melhorar o quadro acima, diminuindo a volatilidade cambial e reduzindo as despesas para manter o estoque de dólares elevado. A pri-

meira, a mais urgente e a mais importante, é mudar o paradigma cambial. A visão neomercantilista de gestão do câmbio apavora analistas preocupados com o futuro do Brasil.

A segunda é desburocratizar o mercado à vista e permitir contas em dólar em todos os bancos brasileiros. A medida reduziria o custo de carregar reservas (o ativo do Banco Central teria como passivo contas em divisas de empresas e cidadãos), permitiria um *hedge* mais barato para empresas brasileiras, alargaria o volume de transações *spot*, e, dependendo de como for implantada, pode até aumentar o volume de divisas internacionais no país.

A criminalização do câmbio vem da época em que a escassez de divisas era crônica no Brasil, quando a economia era mais fechada e o sistema financeiro mais rudimentar. Não é mais o caso. Os bancos brasileiros têm todas as condições de operar contas em dólar para re-

sidentes, que atualmente podem operar em instituições no exterior, mas não no próprio país.

A liberação da posse e uso de divisas no país acabaria com um anacronismo de décadas, elevaria a demanda interna de moeda estrangeira, tiraria parte do custo das reservas do Banco Central do Brasil e diminuiria o risco sistêmico.

A terceira medida é que o Banco Central estabilize o câmbio explicitamente, fixando diariamente uma banda de, digamos 0,2% (para cima e para baixo), operando no mercado à vista. Dessa forma, conseguirá resultados mais palpáveis utilizando menos recursos.

As três mudanças sugeridas na gestão do câmbio poderiam também ser complementadas, com outras duas na condução da política monetária, que contribuiriam para estabilizar o comportamento do dólar no Brasil ainda mais.

Uma é melhorar os mecanis-

mos de transmissão dos juros, eliminando “jabuticabas” como os compulsórios draconianos, ativos financeiros com pouca ou nenhuma sensibilidade à Selic, o pandemônio tributário e o efeito perverso de alguns indexadores que elevam o patamar de equilíbrio das taxas de juros. O outro é a reformulação da gestão do crédito – é óbvio que a atual não funciona.

As cinco propostas acima só dependem do poder Executivo, não necessitam de aprovação do Congresso Nacional, podem ser implantadas de imediato e contribuiriam positivamente para que a crise que assola o país não vire uma catástrofe. É só querer. O que está segurando o Brasil não é a crise externa e sim a cegueira interna. É isso.

\* É doutor em Economia pela USP e coordenador do curso de Banking da Fipe-USP. robertotroster@uol.com.br



# Nem tudo que reluz é ouro, nem todo aumento do dólar afeta as contas públicas

*O orçamento nacional deve ser equilibrado. As dívidas devem ser reduzidas, a arrogância das autoridades deve ser moderada e controlada. Os pagamentos a governos estrangeiros devem ser reduzidos se a nação não quiser ir à falência. As pessoas devem, novamente, aprender a trabalhar, em vez de viver por conta pública.*

Cícero

**E**stá em pauta a importância da alta na cotação do dólar e como isso vem afetando a economia brasileira. Mas será que essa alta na taxa de câmbio influencia também as finanças públicas estaduais? E as municipais?

No âmbito nacional existe um paradigma: enquanto os exportadores se fortalecem pelo aumento em reais de seus produtos, o custo de vida pode ficar mais caro, visto que os produtos importados, ou mesmo os que dependem de insumos importados – como o pão – terão seus preços elevados. Outro fator que causa preocupação é o efeito sobre o pagamento da dívida externa contabilizada na moeda dos EUA em quaisquer das esferas governamentais.

Considerando que a importação de produtos não afeta diretamente as finanças do município e nem as do Estado do Rio de Janeiro, ou melhor, é de difícil mensuração, arbitramos que a rubrica orçamentária com o maior potencial de

impacto pela alta do dólar seja o pagamento da dívida externa.

No âmbito estadual, existem quatro contratos em moeda estrangeira com valores significativos; no caso municipal, levamos em consideração principalmente o empréstimo contraído junto ao Banco Mundial no ano de 2010, com relevância na dinâmica orçamentária.

Todas as fontes utilizadas na pesquisa são de origem oficial, divididas da seguinte forma: para o estado, Relatório de Gestão Fiscal; Sistema de Informações Gerenciais (SIG); e site de Transparência Fiscal. Para o município, Prestação de Contas de 2012 a 2014; Relatório das Contas de Gestão do Tribunal de Contas do Município de 2012 a 2014; Relatório Quadrimestral da Controladoria Geral do Município de 2015; Portal Rio Transparente e Projeto de Lei Orçamentária Anual para 2016 (PLOA).

Todos os valores apresentados para o município estão deflacionados pelo IPCA de junho de 2015 e as cotações do dólar dos EUA foram buscadas na página virtual do Banco Central do Brasil.

## A alta do dólar nas contas estaduais

Em meio à crise econômica nacional instaurada ao longo desses últimos anos, o Estado do Rio de Janeiro também vem apresentando

reflexo negativo quanto ao fechamento de suas contas públicas. O aumento de contratação de operação de crédito para realizar investimentos e a queda na arrecadação de suas receitas, principalmente os Royalties de Petróleo e o Imposto Sobre Circulação de Mercadorias e Prestação de Serviços (ICMS), são fatores importantes e críticos para a sustentabilidade da dívida estadual.

É possível observar que, até o segundo quadrimestre de 2015, foi acumulado um estoque de Dívida Consolidada de R\$ 101,17 bilhões, dos quais R\$ 5,58 milhões são oriundos da Dívida Mobiliária e R\$ 99,78 bilhões referem-se às operações de crédito interna e externa, além das dívidas com precatórios. Após a dedução das disponibilidades financeiras e dos demais haveres financeiros (R\$ 7,63 bilhões) alcança-se o valor da Dívida Consolidada Líquida (DCL)<sup>1</sup> de R\$ 93,54 bilhões.

Quando analisada a margem de endividamento da DCL sobre a Receita Corrente Líquida (RCL)<sup>2</sup>, conforme estabelecido pela Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), é observado um quadro crítico neste segundo semestre de 2015, se comparado ao mesmo período dos três anos anteriores, visto que a relação já ultrapassou o limite de alerta de 180%, conforme explicita o gráfico 1.

## Serviço da dívida externa

Já o fluxo da dívida, ou seja, o seu dispêndio anual, é representado pelo gráfico 2, onde é possível perceber a evolução da cotação do dólar e do serviço da dívida externa, em reais. Nota-se que o comportamento do pagamento desta despesa não está apenas atrelado à moeda americana, visto que, mesmo com aumento da cotação do dólar em 2014, o serviço da dívida externa reduziu-se em relação ao ano anterior. A possível explicação para esse desencontro está no cronograma de desembolsos. Porém, em 2015, a previsão de dispêndios cresceu em 71% em relação ao exercício anterior; talvez aqui seja coerente afirmar que o aumento da cotação do dólar é a causa da quase sobreposição das linhas.

E em que ações governamentais estão sendo aplicados os recursos oriundos dos empréstimos? Nas dívidas contratuais que o ERJ vem efetuando ao longo do tempo, o quadro 1 apresenta os programas considerados estratégicos para o desenvolvimento e financiados, em moeda estrangeira, pelas agências de fomento. Cabe ao leitor avaliar se o resultado desses programas vale a elevação da despesa com a Dívida Pública Estadual.

## Município carioca é imune?

Em 2010, a Prefeitura do Rio de Janeiro firmou um acordo para refi-

Gráfico 1

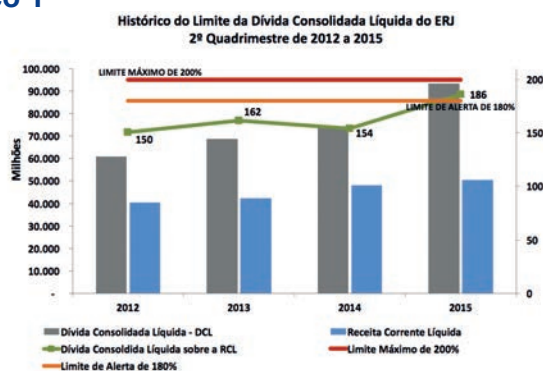
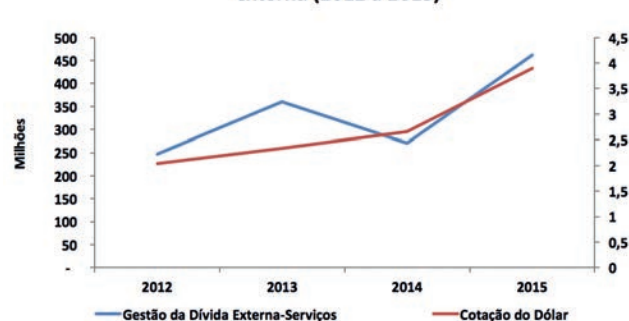


Gráfico 2

Comparação da cotação do dólar e o serviço da dívida externa (2012 a 2015)



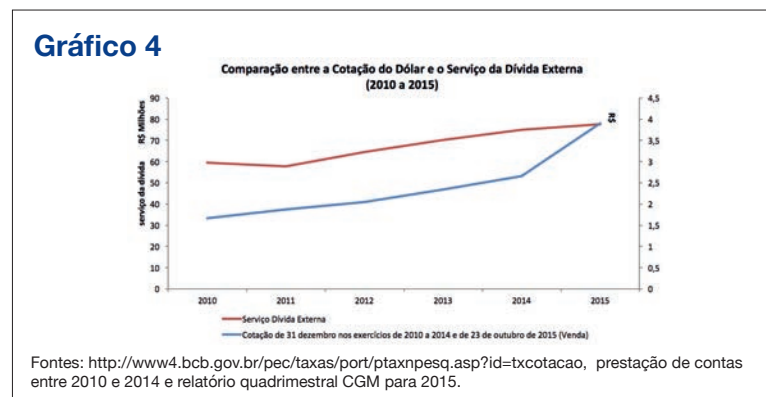
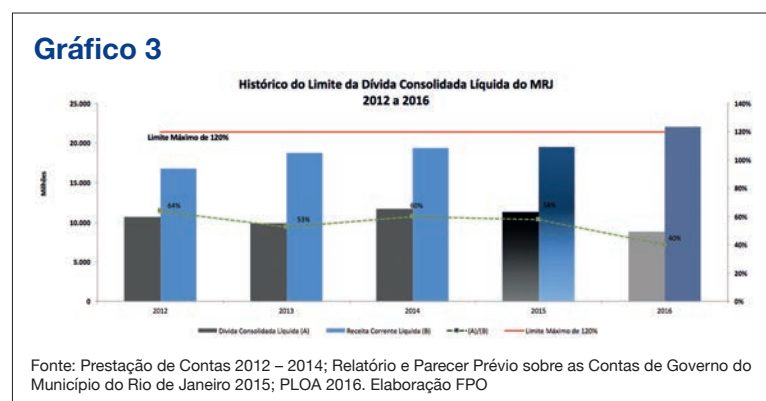
## Quadro 1

Dívida Contratual Externa: Agências de Fomento e Programas	
<b>Banco Interamericano do Desenvolvimento (BID)</b> * Programa de Modernização para melhoria da administração das receitas e da gestão fiscal, * Plano Diretor Estratégico do Arco Metropolitano do RJ, * Estruturação do Corredor BRT Expresso Metropolitano do RJ, * Programa Nacional do Desenvolvimento do Turismo (Prodetur), * Programa de Reforma e Recuperação de equipamentos culturais, * Projeto de implantação do Programa de Transporte não Motorizado, * Plano de Desenvolvimento Sustentável para a Baía de Sepetiba, * Programa de Saneamento Ambiental dos Municípios do entorno da Baía de Guanabara – PSAM, * Programa Inclusão Social e Oportunidades para Jovens no Rio de Janeiro	<b>Banco Mundial (BIRD)</b> * Projeto de Desenvolvimento Rural Sustentável do Estado do RJ, * Pró-Gestão, PET (Transporte), * Projeto de Desenvolvimento de Rural sustentável em microbacias hidrográficas do Estado do RJ, * Programas Estratégicos do Estado do Rio de Janeiro, * Programa de Habitação e Desenvolvimento Urbano, Metropolitano sustentável, * Financiamento do Adicional ao Programa Estadual de Transportes 2, * Programa de Desenvolvimento Econômico, Social e de Sustentabilidade Fiscal II do Estado do Rio de Janeiro, * Financiamento Adicional ao Projeto de Desenvolvimento Rural Sustentável em Microbacias Hidrográficas – RIO RURAL, * Financiamento do Programa de Fortalecimento da Gestão do Setor Público e do Desenvolvimento Territorial Integrado RIO METRÓPOLE – PROGESTÃO, * Programa de Apoio à Expansão e Racionalização do Transporte Público – PROERT*, * Apoio orçamentário ao "Programa de Suporte aos Grandes Eventos Esportivos".
<b>AFD – Agência Francesa de Desenvolvimento</b> * Programa de Integração e Mobilidade Urbana da Região Metropolitana do Estado do Rio de Janeiro.	<b>CAF – Banco de Desenvolvimento da América Latina</b> * Programa Emergencial Rodoviário da Região Serrana, * Recuperação das Cidades da Região Serrana, * PROGRAMA PRÓ-VIAS, * Obras complementares no Arco Metropolitano, * Projeto de Reforma e Adequação do Estádio do Maracanã para a Copa do Mundo de 2014.

nanciamento da dívida com o Banco Internacional para Reconstrução e Desenvolvimento (BIRD), com o objetivo de recuperar a capacidade de investimento da Prefeitura através da redução das taxas de juros<sup>3</sup>. O empréstimo aprovado foi de até US\$ 1,045 bilhão, formalmente destinado à amortização da dívida municipal com a União e ao financiamento de uma política de desenvolvimento. Entretanto, o crescimento entre 2009 e 2010 de 321,85% no pagamento das amortizações da dívida, que passaram de R\$ 345,2 milhões para R\$ 1,46 bilhão, nos leva a supor a destinação integral ao gasto com a dívida (para mais detalhes vide JE/março 2012). É digno de registro que o dólar, nessa época, estava cotado abaixo de R\$1,70.

A Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) determina que a dívida consolidada líquida (DCL) não ultrapasse 120% da receita corrente líquida (RCL) a partir do ano que vem<sup>4</sup>. A trajetória dessa restrição de endividamento demonstra que o município carioca não terá dificuldade de cumpri-lo em 2016. O gráfico 3 esclarece a evolução.

Considerando que os dados de 2015 são uma projeção, observa-se que a dívida consolidada líquida



tende a diminuir enquanto a RCL aumenta, assim como a previsão para o ano de 2016, segundo a PLOA. Diante dessas tendências, é perceptível que a taxa de câmbio não mantém uma relação determinante para as finanças do município, não ge-

rando, por enquanto, algum tipo de preocupação referente ao pagamento da dívida em moeda estrangeira.

No gráfico 4 percebe-se que, apesar da alta do dólar em 2015, o serviço da dívida externa não sofreu grande impacto. Enquanto o dólar

aumentou em 46,7% de 2014 para 2015, o serviço da dívida aumentou em apenas 3,6%.

## Considerações Finais

Após a análise restrita dos orçamentos das esferas estadual e municipal, ou seja, apenas o impacto na dívida externa, percebe-se que os efeitos da alta do dólar têm suas peculiaridades em cada uma. Entretanto, nada capaz de alterar significativamente, no curto prazo, a estrutura das contas públicas.

Cabe ressaltar, enfaticamente, a pobreza dessa conclusão por não sermos capazes de mensurar os efeitos indiretos em uma economia tão interligada e associada ao “padrão dólar”. Porém, o “viés” de aumento, nos dois governos, em contrair empréstimos para financiar seus investimentos, muitos em moeda estrangeira, pode (numa quase certeza) aprofundar a nossa dependência, sobretudo porque a concessão financeira é acompanhada de uma interferência nos ditames das políticas públicas.

1 A DCL diz respeito ao estoque de dívida contraída, menos as receitas disponíveis (ativos disponíveis e haveres financeiros) decrescidas dos compromissos de pagamentos que ainda não foram realizados (restos a pagar processados), ao final do ano.

2 A RCL é calculada a partir da soma de diversas receitas e transferências, deduzidas a contribuição dos servidores para o custeio de seu sistema de previdência e as receitas provenientes da compensação financeira entre diferentes sistemas de previdência.

3 O “preço não-financeiro” para a formação do acordo veio nas exigências do Banco Mundial de reorientação em políticas públicas, tais como: a diminuição dos benefícios previdenciários (por dedução) e o aumento do número de parcerias público-privadas.

4 Art. 3º da Resolução do Senado Federal nº 40, de 2001.

**FÓRUM POPULAR DO ORÇAMENTO – RJ** (fporiodejaneiro@gmail.com 2103-0121 e 2103-0120)

Coordenação: Econ. Luiz Mario Behnken. Assistentes: Est. Camila Bockhorny, Est. Karina Melo, e Est. Mariana Vantine. Esta matéria contou com a colaboração da economista Karine de Souza Vargas

## Resultado da eleição de 27 e 28 de outubro de 2015 – Renovação do 3º Terço

Com a participação de 1.109 economistas eleitores, foram eleitos os conselheiros para o mandato de 2016 a 2018. Os nomes do presidente e vice-presidente serão submetidos à apreciação do plenário na 1ª Sessão Ordinária de 2016. O mandato do presidente e vice tem vigência durante o ano de 2016.

Votos presenciais na urna instalada na sede do Corecon-RJ:

Presidente e vice-presidente – Total de votos apurados: 47

Chapa “Novos Desafios” – Total de votos apurados: 47

Votos do sistema eletrônico:

Presidente e vice-presidente – Total de votos apurados: 1.062

Votos válidos: 860 – Em branco: 79 – Nulos: 123

Chapa “Novos Desafios” – Total de votos apurados: 1.062

Votos válidos : 864 – Votos não válidos: 0 – Em branco: 76 – Nulos: 122

### Resultado

Votos válidos para presidente e vice-presidente: 907

Votos válidos para a chapa “Novos Desafios”: 911

Presidente: José Antonio Lutterbach Soares.

Vice-presidente: Sidney Pascouito da Rocha.

Conselheiros efetivos 3º Terço: Carlos Henrique Tibiriçá Miranda, José Antonio Lutterbach Soares, Sidney Pascouito da Rocha.

Conselheiros suplentes 3º Terço: Arthur Cesar Vasconcelos Koblitz, José Ricardo de Moraes Lopes, Sergio Carvalho Cunha da Motta.

Delegado eleitor efetivo: Wellington Leonardo da Silva.

Delegado eleitor suplente: João Manoel Gonçalves Barbosa.

BALANÇO PATRIMONIAL					
ATIVO (EM R\$)			PASSIVO (EM R\$)		
REFERÊNCIAS	SET/2014	SET/2015	REFERÊNCIAS	SET/2014	SET/2015
<b>ATIVO FINANCEIRO</b>	<b>6.544.218,66</b>	<b>7.067.375,28</b>	<b>PASSIVO FINANCEIRO</b>	<b>83.141,39</b>	<b>85.397,42</b>
DISPONÍVEL	59.232,88	83.469,06	DEPÓSITOS DE DIVERSAS ORIGENS	7.995,05	10.757,23
DISPONÍVEL VINCULADO A C/C BANCARIA	6.438.058,84	6.906.776,74	CONSIGNAÇÕES	9.087,73	9.388,63
REALIZÁVEL	9.373,14	37.666,15	CREDORES DA ENTIDADE	6.719,91	9.524,36
RESULTADO PENDENTE	37.553,80	39.463,33	ENTIDADES PÚBLICAS CREDORAS	59.338,70	55.727,20
<b>ATIVO PERMANENTE</b>	<b>18.330.047,52</b>	<b>18.703.741,63</b>	<b>RESULTADO PENDENTE</b>	<b>262.661,98</b>	<b>345.370,57</b>
BENS PATRIMONIAIS	1.647.309,85	1.664.649,50	DESPESAS DE PESSOAL A PAGAR	262.661,98	345.370,57
VALORES	45.012,24	42.884,15			
CRÉDITOS	16.637.725,43	16.996.207,98	<b>PATRIMÔNIO(ATIVO REAL LÍQUIDO)</b>	<b>24.528.462,81</b>	<b>25.340.348,92</b>
<b>TOTAL GERAL</b>	<b>24.874.266,18</b>	<b>25.771.116,91</b>	<b>TOTAL GERAL</b>	<b>24.874.266,18</b>	<b>25.771.116,91</b>
DEMONSTRATIVO DAS RECEITAS E DESPESAS					
REFERÊNCIAS	PERÍODOS EM REAIS		REFERÊNCIAS	VARIAÇÕES	
	JUL A SET/14	JUL A SET/15		(EM R\$)	(EM %)
RECEITAS CORRENTES			RECEITAS		
ANUIDADES	153.243,33	131.758,44	ANUIDADES	(21.484,89)	-14,0
PATRIMONIAL	118.423,03	166.592,79	PATRIMONIAL	48.169,76	40,7
SERVIÇOS	11.587,42	31.337,77	SERVIÇOS	19.750,35	170,4
MULTAS E JUROS DE MORA	3.860,38	18.416,78	MULTAS E JUROS DE MORA	14.556,40	-
DÍVIDA ATIVA	148.987,35	71.402,81	DÍVIDA ATIVA	(77.584,54)	-52,1
DIVERSAS	65.238,05	45.832,39	DIVERSAS	(19.405,66)	-29,7
RECEITAS DE CAPITAL	-	-		-	-
<b>TOTAL GERAL</b>	<b>501.339,56</b>	<b>465.340,98</b>	<b>TOTAL GERAL</b>	<b>(35.998,58)</b>	<b>-7,2</b>
DESPESAS			DESPESAS		
DE CUSTEIO	932.375,08	1.106.913,82	DE CUSTEIO	174.538,74	18,7
PESSOAL	566.912,63	586.293,09	PESSOAL	19.380,46	3,4
MATERIAL DE CONSUMO	7.320,57	9.977,28	MATERIAL DE CONSUMO	2.656,71	36,3
SERVIÇOS DE TERCEIROS E ENCARGOS	358.141,88	510.643,45	SERVIÇOS DE TERCEIROS E ENCARGOS	152.501,57	42,6
TRANSFERÊNCIAS CORRENTES	77.625,95	61.797,89	TRANSFERÊNCIAS CORRENTES	(15.828,06)	-20,4
DESPESAS DE CAPITAL	3.933,13	12.447,54	DESPESAS DE CAPITAL	8.514,41	216,5
<b>TOTAL GERAL</b>	<b>1.013.934,16</b>	<b>1.181.159,25</b>	<b>TOTAL GERAL</b>	<b>167.225,09</b>	<b>16,5</b>
<b>RESULTADO = RECEITAS - DESPESAS</b>	<b>(512.594,60)</b>	<b>(715.818,27)</b>	<b>RESULTADO = RECEITAS - DESPESAS</b>	<b>(203.223,67)</b>	<b>39,6</b>