



## Transição incompleta e dilemas da (macro) economia brasileira

Gustavo H. B. Franco  
Agosto de 2011

# TEMAS

---

## **DOIS GRANDES TEMAS, micro e macro**

- **1. Inserção externa: abertura 2.0 e projeção internacional, competitividade e produtividade**
- **2. *Crowding in vs* exaustão fiscal, desintoxicação financeira-fiscal**

## Inserção externa: abertura 2.0

---

- **Inserção externa:** capítulos iniciais eram a destruição da estrutura de proteção e remoção de limitações ao IDE e investimento estrangeiro em carteira (abertura *inward*)
- **Abertura 2.0:** abertura financeira *outward* para investimentos em carteira de PFs, fundos ICVM 409, FIIs, FIPs tb FPs e especialmente empresas interessadas em *offshoring* (IBD)
- **Novo cenário.** Projeção internacional das empresas brasileiras e “privatização” das reservas internacionais, ou seja, a acumulação de ativos no exterior por residentes. É o que completa o regime de câmbio flutuante (ou a conversibilidade), ao proporcionar os mecanismos de auto-regulação do mercado via conta de capitais

# A globalização chega ao Brasil por completo

Censos do Capital Estrangeiro no Brasil: principais indicadores, 1995, 2000 e 2005

Empresas com participação estrangeira (EPEs)

	1995	2000	2005	2000/95*	2005/00*
# de empresas	6.322	11.404	17.605	13%	9%
Faturamento (R\$)	223.061.910	509.914.715	1.294.457.484	18%	20%
<i>alavancagem</i> (1)	5,5	2,5	3,4		
Ativos (R\$)	272.646.996	914.050.325	1.528.983.730	27%	11%
<i>alavancagem</i> (2)	6,7	4,5	4,0		
Patrimônio (R\$)	105.075.343	254.050.356	437.868.400	19%	12%
part estrangeira (R\$)	40.548.994	201.434.571	381.082.987	38%	14%
%%	39%	79%	87%		
Exportações (US\$)	21.744.976	33.249.792	64.965.982	9%	14%
% total do país	47%	60%	55%		
% intra-firma	42%	63%	61%		
Importações (US\$)	19.371.332	31.553.194	45.451.134	10%	8%
% total do país	39%	56%	62%		
% intra-firma	44%	58%	56%		
Empregos	1.352.571	1.709.555	2.091.737	5%	4%
% total do país	2,0%	2,5%	2,3%		
Impostos (R\$)	42.497.045	85.689.834	268.896.521	15%	26%
% total do país	21%	23%	37%		

\* taxas de crescimento anuais médias. (1) razão entre faturamento e participação estrangeira; (2) razão entre ativos e participação estrangeira.

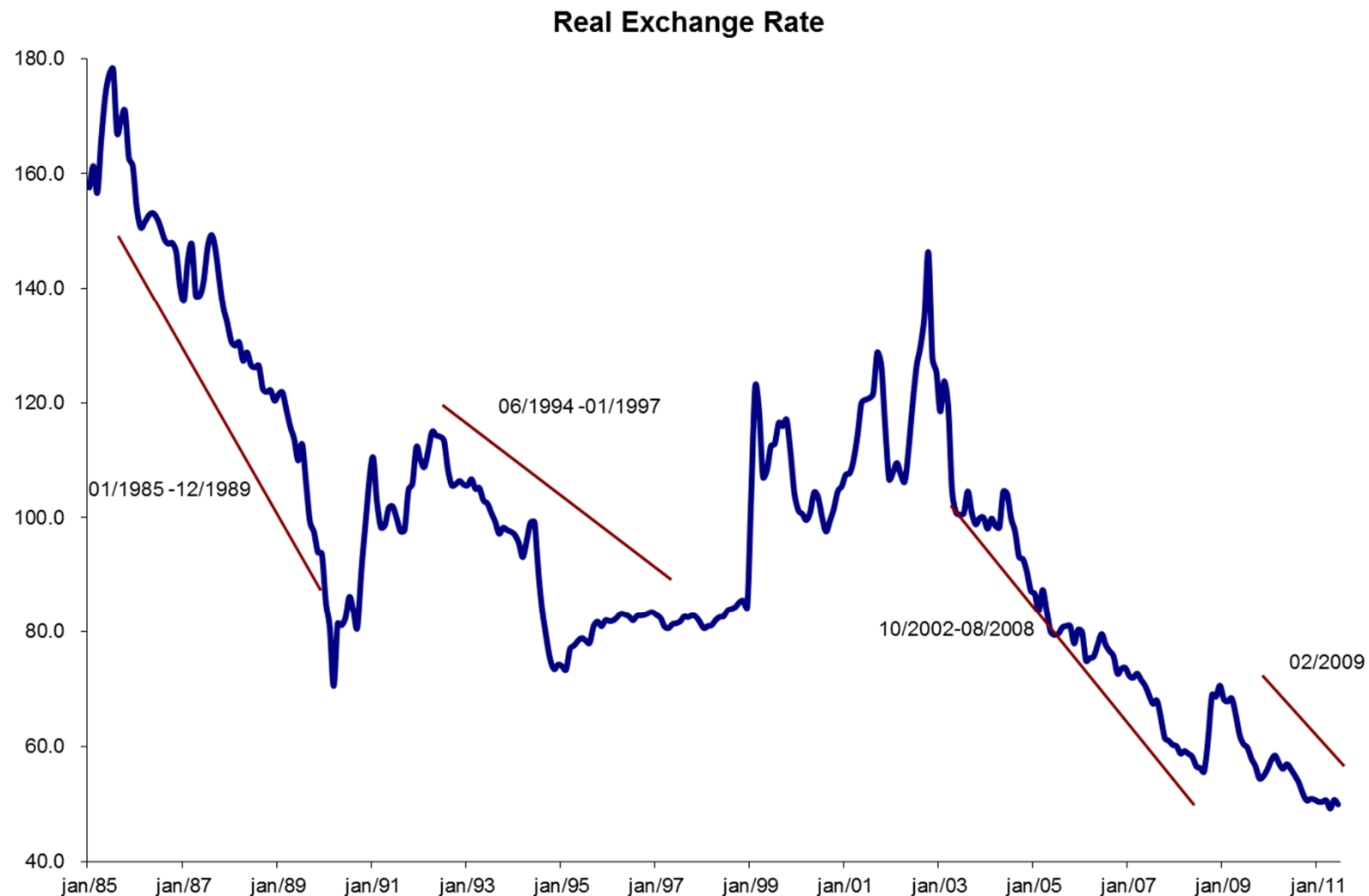
# Convergência e integração espontâneas

	1995	2000	2005
<b>Valor adicionado (% e R\$ correntes)</b>			
EPE/PIB Brasil	17,9%	24,5%	34,2%
ECE/PIB Brasil	12,9%	19,0%	25,2%
per capita - Brasil	10.600	17.236	23.621
per capita - EPE	93.516	169.136	350.915
per capita - ECEs	99.864	172.667	333.201
<b>Exportações per capita (US\$)</b>			
Brasil	699	805	1.304
EPEs	16.077	19.449	31.058
ECEs	15.932	17.543	30.928
<b>Exportações como proporção do PIB total do Brasil (%)</b>			
Brasil	6,0%	8,5%	13,4%
EPEs	2,8%	5,2%	7,4%
ECEs	1,9%	3,5%	5,7%
<b>Propensão a exportar</b>			
Brasil	6,0%	8,5%	13,4%
EPEs	15,7%	21,0%	21,5%
ECEs	14,6%	18,6%	22,6%
Brasil ex EPEs	3,9%	4,5%	9,2%
Brasil ex ECEs	4,8%	6,2%	10,3%
<b>Taxa de penetração de importações</b>			
Brasil	6,5%	8,6%	8,8%
EPEs	14,3%	20,2%	16,1%
ECEs	15,6%	21,6%	17,9%
Brasil ex EPEs	4,8%	5,0%	5,1%
Brasil ex ECEs	4,8%	6,2%	10,9%

FONTE: BCB, censos do capital estrangeiro no Brasil, edições 1995, 2000 e 2005. IBGE.

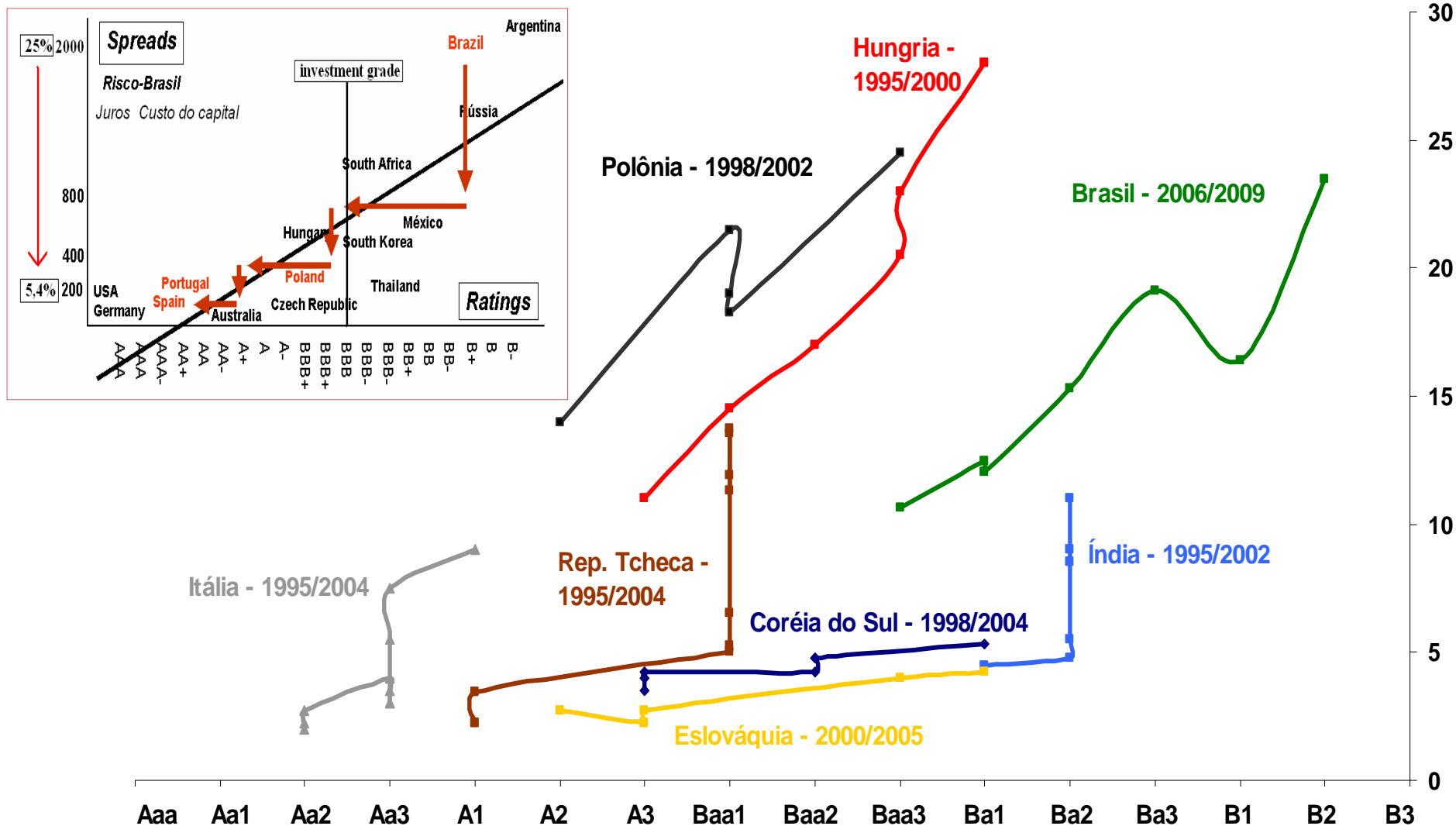
# Câmbio real: uma tendência contínua de valorização?

**Abertura não produziu crises, nem ampliou vulnerabilidades.** Parece ter trazido o oposto: abundância cambial recorrente, e valorização crônica. Pois foi feita pela metade.



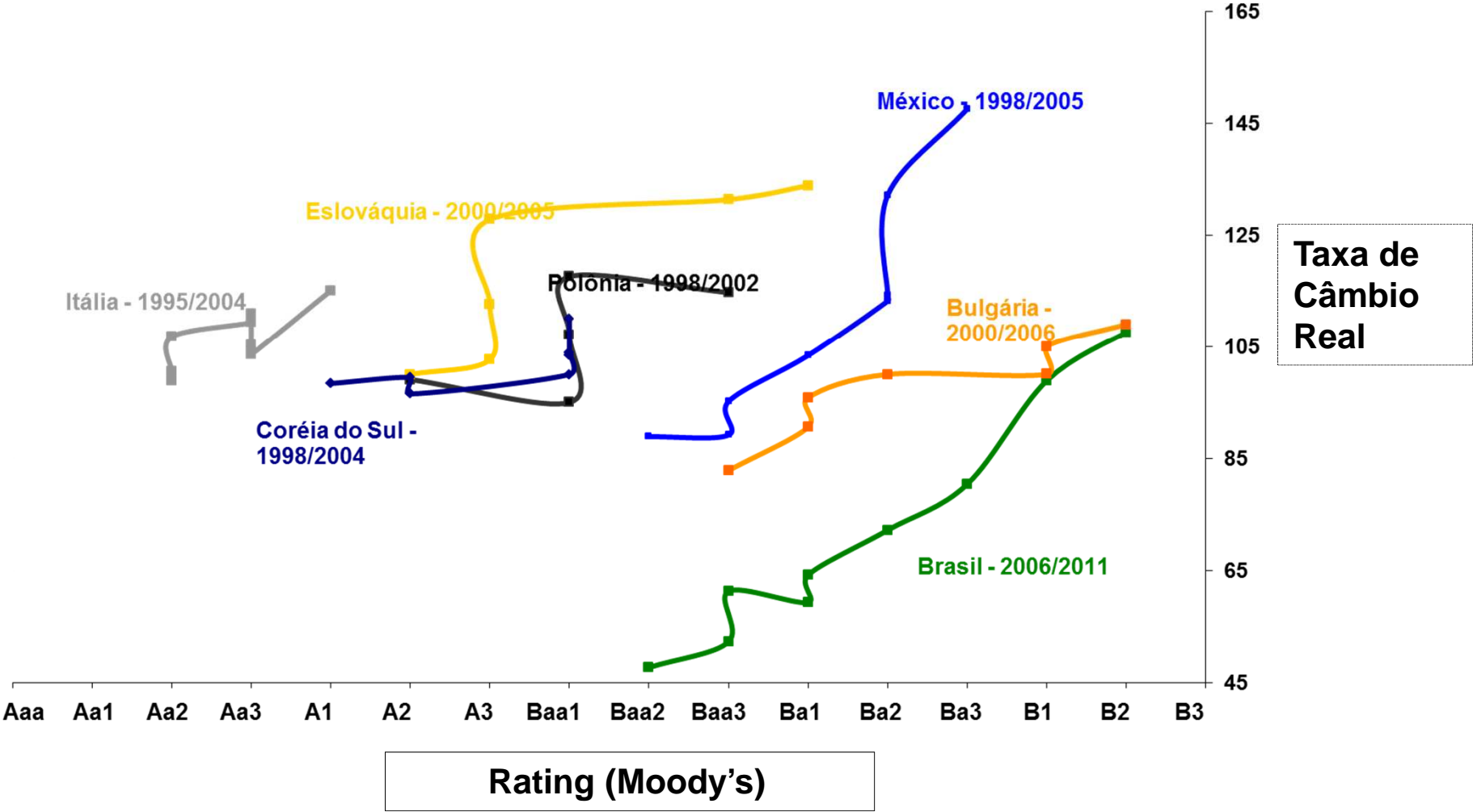
# Círculo virtuoso do desenvolvimento - juros

## Taxas de juros X Ratings (Moody's)



# Círculo virtuoso do desenvolvimento - câmbio

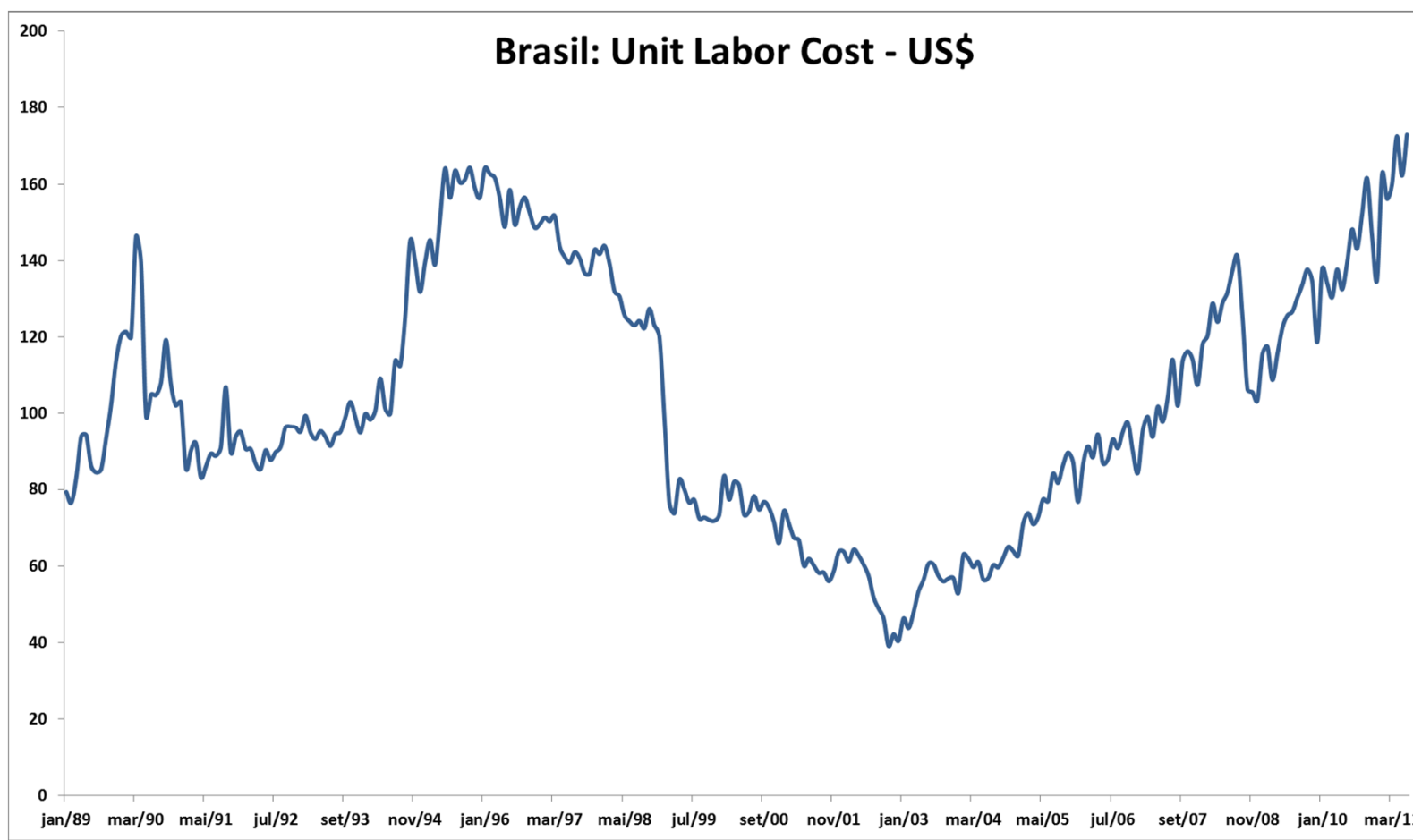
Câmbio Real X Rating Soberano (Moody's)





# O Brasil está caro, e despreocupado com competitividade

**Preço da hora de trabalho ajustado pela produtividade.** Medida mais exata e aceita de competitividade. Inclui a variação na produtividade, cujo comportamento nos últimos anos não foi bom, PTF ou do trabalho, mesmo com um pouco mais de crescimento. Velho tema de políticas horizontais vs verticais e ambiente de negócios hostil ao setor privado e à meritocracia de mercado.



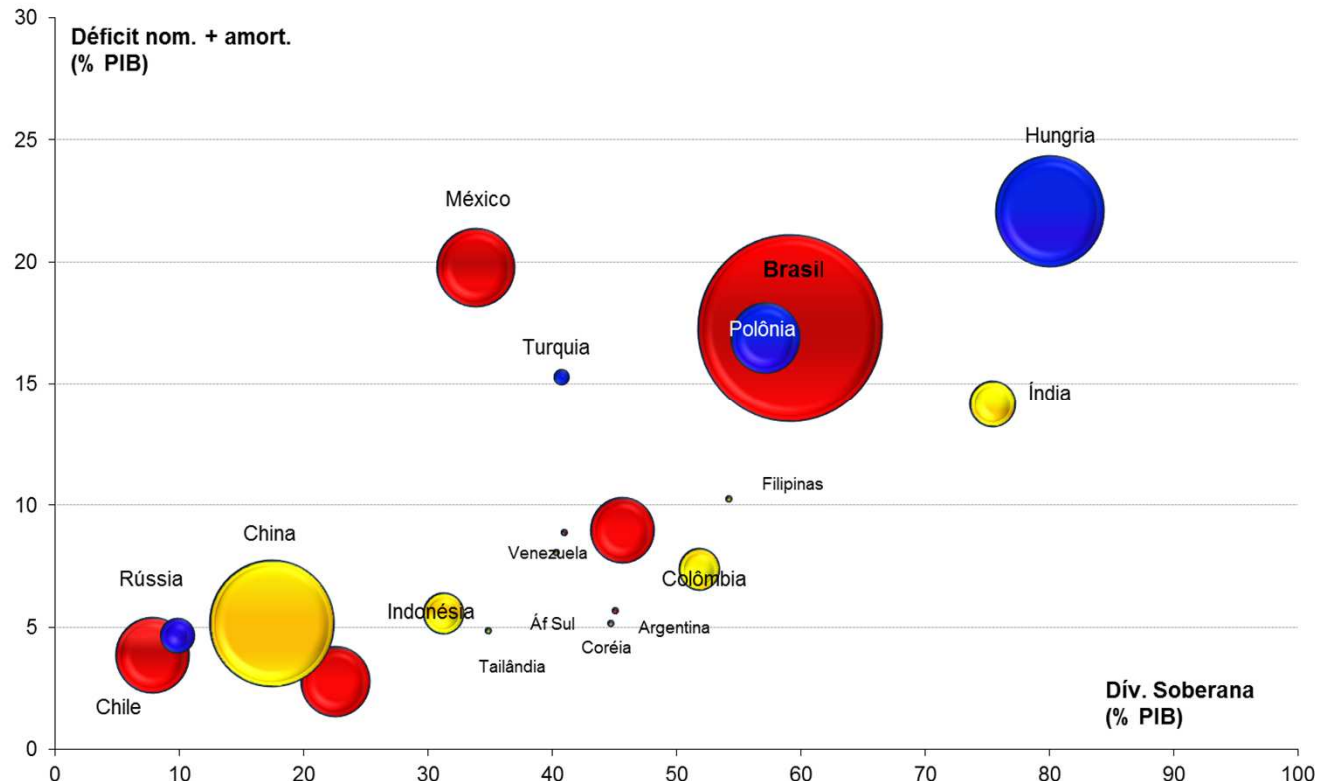
## Contas fiscais brasileiras em perspectiva global

- **Exaustão fiscal.** Percepção de esgotamento das possibilidades de política fiscal (e monetária) nos países avançados. Brasil tem números parecidos com os dos PIIGS embora com pouca dificuldade com refinanciamento de dívidas em mercado doméstico semi-cativo.

	2007			2010	2011		
	dívida	deficit	total	PIB	dívida	deficit	total
	vencendo	nominal	NFSP		vencendo	nominal	NFSP
Japão	23,8	2,4	26,2	5.498	45,8	10,0	55,8
EUA	13,8	2,7	16,5	14.582	18,0	10,8	28,8
Paquistão	16,6	5,9	22,5	175	19,1	5,0	24,1
Grécia	13,0	6,7	19,7	305	16,6	7,4	24,0
Itália	18,3	1,5	19,8	2.051	18,5	4,3	22,8
Bélgica	10,0	0,3	10,3	468	18,5	3,9	22,4
Portugal	15,0	2,8	17,8	229	16,0	5,6	21,6
PIIGS - average	10,4	1,8	12,2	839	15,9	5,6	21,5
França	7,0	2,7	9,7	2.560	14,6	5,8	20,4
Espanha	0,6	(1,9)	(1,3)	1.407	13,1	6,2	19,3
Brasil	17,7	2,7	20,4	2.088	16,9	2,4	19,3
Irlanda	4,9	(0,1)	4,8	204	8,7	10,8	19,5
Reino Unido	8,0	2,7	10,7	2.246	7,1	8,6	15,7
Filipinas	8,4	1,5	9,9	200	12,3	3,3	15,6
Finlândia	3,4	(5,2)	(1,8)	239	10,0	1,2	11,2
Alemanha	2,3	(0,2)	2,1	3.310	9,1	2,3	11,4
Austrália	1,0	(1,5)	(0,5)	925	2,0	2,5	4,5
		média	11,7	37.325		média	21,1
		total \$	<b>4.368</b>			total \$	<b>7.857</b>

# Por que temos a maior taxa de juros (real) do mundo?

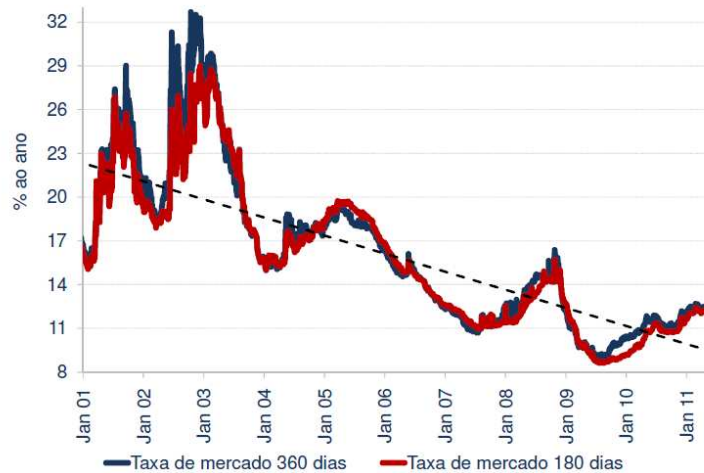
- **Crowding out.** Excesso de gasto público, sucessivamente financiado com dívida pública e que é constantemente rolada num contexto de mercado cativo. Os juros (e repressão fiscal) são o “custo sistêmico” de manutenção desse sistema de rolagem, pelo qual sustentamos uma dívida muito maior que a que os brasileiros estariam dispostos a carregar a juros normais.



# Indicações de *crowding in*

- **Ampliação do crédito.** Com a redução nos juros, e o crescimento da classe "C" (75% via earnings!), tivemos extraordinário crescimento do crédito, sobretudo para consumo, proporcionando um vislumbre do que pode ser a reversão do *crowding out*. Ainda cedo para ver crescimento do crédito imobiliário, mas já há sinais de que o mercado de capitais está pronto para produtos alternativos. Não é um trajeto linear e tranquilo.

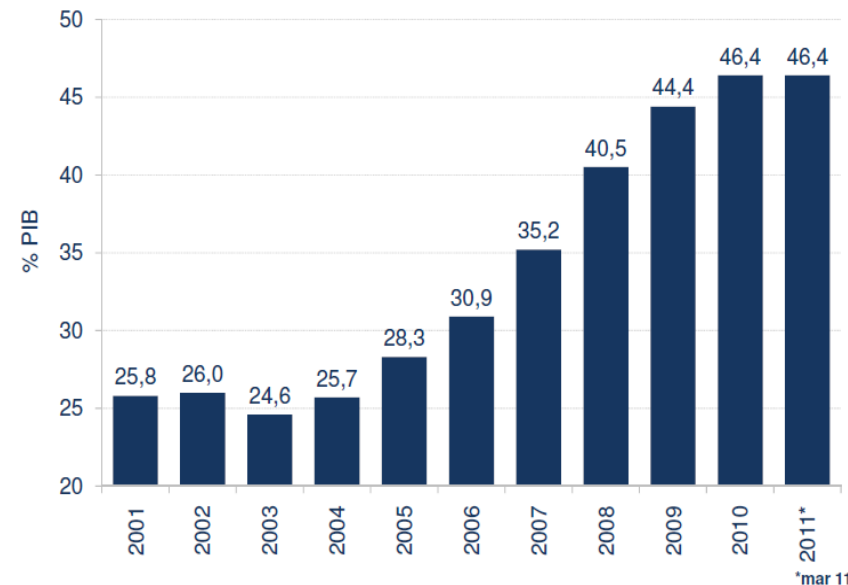
## Taxa de Juros de Mercado



Fontes: BM&FBovespa

BANCO CENTRAL DO BRASIL 11

## Crédito / PIB



Fonte: BCB

BANCO CENTRAL DO BRASIL 16

# Economia política das contas fiscais

---

- **O incentivo perverso proporcionado pelo mercado cativo.** Com os mecanismos semi-compulsórios de rolagem prevalece uma estranha normalidade que dá a sensação enganosa que é possível avançar ainda mais o gasto público, falseando os números.
- **Equivalência ricardiana.** Dívida hoje são impostos amanhã. Ou os juros são o preço que pagamos para não aumentar os impostos ou baixar despesas: tributamos as futuras gerações. Não temos a *constituency* hostil aos impostos, mas está latente. Só o mundo empresarial assim mobilizado poderá fazer frente à fisiologia. Reforma orçamentária.
- **Sofisma do equilíbrio perverso.** A correção monetária está para a hiperinflação como o BNDES está para os juros altos. Na hiper, não se pode fazer “mais e melhor” CM além de certo ponto; o BNDES também não poderá nunca ser do tamanho do mercado de crédito. Na verdade, terá que ser menor .... A CM, como o BNDES, é seletiva. Na hiper, a intuição política era contrária a reduzir gasto (pois gasto era a solução para a pobreza criada pela hiper) - era política contra a pobreza financiada por imposto contra o pobre. O mesmo se dá agora: qto mais gasto mais juro, mais *crowding out* ...

---

**Transição incompleta e dilemas da  
(macro) economia brasileira**

Gustavo H. B. Franco  
Agosto de 2011

