

ESTUDOS E PESQUISAS Nº 21

Crescimento econômico, resposta exportadora e poupança

Claudio R. Frischtak e Marco Antônio F.H. Cavalcanti *

XIV Fórum Nacional
Rio de Janeiro, maio de 2002



* Respectivamente presidente da Inter.B Consultoria Internacional de Negócios e pesquisador do IPEA

Copyright © 2002 - INAE - Instituto Nacional de Altos Estudos. Todos os direitos reservados. Permitida a cópia desde que citada a fonte. *All rights reserved. Copy permitted since source cited.*

INAE - Instituto Nacional de Altos Estudos - Rua Sete de Setembro, 71 - 8º andar - Rio de Janeiro - 20050-005 - Tel.: (21) 2507-7212 - Fax: (21) 2232-1667 - E-mail: forumnacional@inae.org.br - web: <http://forumnacional.org.br>

Introdução

O Brasil necessita de um grande projeto transformador e mobilizador de sua cidadania, que trace uma trajetória de crescimento com a redução acelerada da desigualdade.

No plano social, os desafios são a erradicação da pobreza absoluta, a melhoria das condições de vida da população e o aumento das oportunidades de emprego e geração de renda para a população jovem urbana. Possivelmente a chave está na universalização de educação de qualidade – inclusive profissionalizante – como parte de um projeto pedagógico e de escola que venha a romper a reprodução da desigualdade no plano da família, com programas amplos de renda mínima que assegurem, entre outros objetivos, a permanência da criança na escola por 12 anos, combinado com políticas de envolvimento dos pais (particularmente da mãe) enquanto vetor de melhoria do nível educacional em casa.

A transformação econômica do país requer por outro lado um esforço maciço de investimento em capital humano, físico e institucional, com ampliação da capacidade de produção, sofisticação da base produtiva e aquisição de novas competências. O aumento da produtividade, e a expansão da renda e do consumo daí decorrentes, se sustentados, seriam o cerne de um projeto de mudanças estruturais no país.

Não se vislumbra, contudo, o país transitar para o desenvolvimento em menos de uma geração: países com projetos transformadores – República da Coreia, Irlanda, Malásia, China, Espanha, entre outros, - levaram cerca de 30 anos para atingir padrões radicalmente distintos de produção e renda. Um traço comum desses países foi sua capacidade de mobilizar recursos, com base nos quais se tornou possível uma mudança vigorosa na sua base produtiva e sua projeção no mercado internacional, que passou a funcionar como motor do crescimento dessas economias, realimentado pela expansão do consumo doméstico.

Este processo de transformação tem no Brasil uma clara premissa: a estabilidade macroeconômica, refletida em reduzidas taxas de inflação; o reequilíbrio das finanças públicas (com a estabilidade e posterior redução progressiva da relação dívida/PIB e o alongamento de seu perfil); e o controle do passivo externo do país (por meio do aumento das exportações e redução do déficit em conta corrente). Caminhar nesta direção requer capacidade apreciável de manejo de política econômica ao longo de um período de transição, guiando a economia na resolução de suas tensões mais fundamentais: o desequilíbrio entre absorção e renda, e entre poupança doméstica e investimento, no contexto de uma economia aberta.

Historicamente esses desequilíbrios foram financiados por uma combinação de inflação e endividamento, este último predominando após o plano Real. Tanto um quanto outro se revelaram fortes desincentivos ao investimento e à poupança. Enquanto que a fragilidade financeira do setor público vem se refletindo em elevado custo de capital e forte pressão tributária, levando a uma diminuição da vontade e capacidade de investir, o desajuste das contas externas, reflexo da incipiente inserção brasileira no mercado internacional relativamente à magnitude das obrigações e do passivo externo líquido do país, dificulta expandir de forma acelerada os investimentos (dado não apenas seu conteúdo de bens e serviços importados como pelo seu impacto na percepção de risco-país). Ambos resultam em juros domésticos elevados e crescimento medíocre. Ao mesmo tempo, baixos níveis de investimento e crescimento – e um mercado de capitais incipiente - impedem a criação de capacidade exportadora na magnitude necessária para reduzir a fragilidade externa do país e elevar de forma substancial a poupança pública e privada.

Neste sentido, parece haver dois processos que, ao se realimentarem, têm afastado o país da trajetória de crescimento:

Primeiro, um volume insuficiente de investimento, particularmente em criação de capacidade produtiva exportadora (ou que venha substituir competitivamente as importações), causa e resposta a um desempenho exportador inconsistente com a expansão da economia;

Segundo, e mais fundamentalmente, níveis de poupança domésticos que, travados pelos desequilíbrios macroeconômicos projetados em elevado endividamento, distorções do regime tributário e fragilidade do mercado de capitais, não são compatíveis com os investimentos necessários para o crescimento sustentado.

Este trabalho sugere que a resolução deste nó górdio passaria inicialmente por uma forte expansão das exportações, com o apoio de um *sistema nacional de exportação*, cuja ênfase inicial seria dinamizar a demanda e incentivar os vetores empresariais exportadores para aumentar sua presença nos mercados externos, utilizando capacidade existente e sem necessariamente pressionar fortemente os investimentos. A diminuição das restrições externas daí decorrentes iria possibilitar uma recuperação (moderada) da economia, o que funcionaria como indutor inicialmente do próprio investimento, e eventualmente – com o desenvolvimento do mercado de capitais - de níveis maiores de poupança, dando sustentação e consistência a este processo. Os limites ou envelope da trajetória de crescimento seria então determinado pelos ganhos de produtividade da economia.

São, portanto, duas as proposições deste trabalho. Primeiro, que a retomada do crescimento depende de um processo de realimentação dinâmica entre exportação, investimento, poupança e consumo, cujos resultados espelhados na trajetória da economia seriam magnificados pelos ganhos de produtividade. Segundo, que o “ponto de entrada” para romper o nó górdio que amarra essas variáveis seria a expansão das exportações, validada inicialmente pela expansão da capacidade real com base em aumentos de produtividade, seguida do crescimento do investimento, sustentado, após um período inicial, por níveis de poupança mais elevados.

A seção II deste trabalho discute as tensões macroeconômicas estruturais que impediriam a retomada do crescimento sustentado da economia brasileira, fornecendo o pano de fundo conceitual para a análise subsequente. A seção III examina as trajetórias dos agregados macroeconômicos para o período 2003-2010 consistentes com um ciclo de crescimento sustentado, sugerindo a existência de uma seqüência necessária em termos da expansão das exportações, do investimento e poupança. A seção IV discute as políticas que dariam sustentação a esta trajetória, em particular a necessidade de articulação de um sistema nacional de exportação, de um regime de incentivo à produtividade, e do desenvolvimento de um mercado denso e eficiente de capitais. A seção V resume e conclui o trabalho.

Obstáculos ao crescimento sustentado da economia brasileira

As tensões derivadas da dissonância entre renda e absorção na economia brasileira estariam subjacentes à trajetória de *crescimento inflacionário moderado* que caracterizou o país em 2001. As dificuldades de financiar o setor público e privado, e a percepção de que a inflação é um processo cumulativo (em que cada patamar de preços serve de base para o patamar seguinte), que gera forte memória entre os agentes (levando conseqüentemente à reindexação dos contratos na ausência de uma política e atuação críveis do Banco Central), e é fortemente regressivo em termos distributivos, fez o país optar por taxas menores de crescimento e níveis de dívida crescentes no período pós-Real. Pode-se argumentar que a partir de 1999 houve uma mudança de ênfase: aumentou o esforço de poupança do setor público (com base, em parte, na Lei de Responsabilidade Fiscal, o que deu

sustentação ao programa fiscal do governo), enquanto que a flutuação do câmbio possibilitou o país evitar a recessão, ainda que ao custo de taxas mais elevadas de inflação¹.

O ajuste do desequilíbrio absorção-renda se daria portanto por meio de 3 variáveis: juros, câmbio e gastos de governo, sendo a inflação (na ausência de alternativas de financiamento), uma variável de “fechamento” ex-post do sistema. No caso de um excesso de absorção – a situação vivenciada pelo Brasil nos últimos anos - o ajuste se apoiou numa combinação de juros elevados, e após 1999, limitação dos gastos e desvalorização do Real. A trajetória do PIB estaria sobredeterminada pelo produto potencial (e conseqüentemente, pelo investimento em criação de capacidade); e no curto prazo, pela taxa de juros e de câmbio. Uma redução progressiva da taxa de juros, permitida pela diminuição da brecha absorção-renda, e a manutenção do câmbio real em níveis elevados, sustentando a redução do déficit em conta corrente, estimulariam o crescimento não inflacionário a taxas moderadas².

Uma dimensão fundamental do desequilíbrio entre absorção e renda é a insuficiência das exportações frente às obrigações externas do país, refletidas no serviço da dívida e de outros componentes do passivo que se acumulou pelos desincentivos ao investimento e à poupança doméstica. A importância de alavancar as exportações residiria fundamentalmente em aliviar restrições do lado da oferta (ainda que haja um efeito igualmente positivo sobre a demanda agregada).³

Entretanto, um relaxamento das restrições externas no curto prazo, mesmo que facilite a retomada do crescimento e do próprio investimento, não seria suficiente para possibilitar um aumento sustentável deste último, a menos de um incremento continuado da poupança, que em última instância limita o crescimento do produto potencial.

De forma sintética, pode-se argumentar que o crescimento das exportações e do investimento definem os limites de expansão da demanda agregada (dadas as restrições ao aumento do consumo das famílias, em função do desequilíbrio entre absorção e renda). Ao mesmo tempo, a expansão da

¹ Uma possível descontinuidade desta política em 2003 poderia tomar a forma de uma redução “mandatória” da taxa de juros, com o abandono do regime de metas inflacionárias, e uma diminuição do esforço fiscal sob a forma de redução dos superávits primários, cujo reflexo seria uma desvalorização acentuada do Real, um aumento da inflação e um crescimento mais acelerado da economia, que resvalaria possivelmente para uma situação de “stop-and-go”, quando os freios monetários fossem reaplicados.

² Até certo ponto, a Argentina viveu o processo inverso ao Brasil. De forma estilizada, pode-se argumentar que a inequação A (absorção) $< Y$ (renda) sintetizaria a Argentina em 1999-2001, no seio de um processo de *estagnação deflacionária*, que só não foi ainda mais profunda pelo despoupança acentuada do setor público. No curto prazo, a disciplina fiscal exigida do governo Duhalde conjugada à flutuação do câmbio irá possivelmente levar a uma *depressão inflacionária* (dependendo da magnitude do alívio fiscal transitório com influxo de capital não privado), e cuja saída a médio prazo será fundamentalmente derivada do crescimento da demanda externa (via desvalorização do peso). Em condições “normais”, o ajuste para este desequilíbrio envolveria uma redução da taxa de juros, uma expansão dos gastos governamentais (no sentido clássico de uma política contracíclica de criação de emprego) e, em um regime de taxas de câmbio flutuante, uma possível desvalorização de modo a tornar os bens domésticos mais baratos no exterior. Sob a premissa de flexibilidade dos preços haveria uma redução nominal destes. O resultado seria um aumento da absorção e a retomada do crescimento. A forte contração do produto em 2002 e possivelmente 2003 parece no entanto ser inevitável, a menos de uma grande operação de salvamento que não deverá vir e uma dramática recuperação da confiança dos agentes. A eventual retomada vingaria sob a égide do crescimento redistributivo, estimulado pelo consumo doméstico e exportações, ainda que estruturalmente o desequilíbrio absorção-renda denote uma base produtiva pouco competitiva, o que poderá ser ou não revertido pela flutuação do peso. O caso recente da Argentina ilustra que na ausência de política monetária (em um regime de caixa de conversão) e cambial (pela paridade peso-dólar), e na impossibilidade de usar os gastos públicos de forma contracíclica pelo excesso de endividamento e ausência de confiança dos tomadores de papéis do país, o produto por força contrai-se (sob o signo de deflação). A depressão em 2001 só não foi mais acentuada pelo elevado déficit fiscal (apesar do discurso contracionista de déficit zero) e a manutenção das exportações. O novo regime necessitaria recuperar as políticas monetárias e cambial para fazer frente a impossibilidade de injetar recursos fiscais de forma autônoma.

³ Diferentemente da Argentina, em que o papel das exportações seria de dinamizar uma demanda deprimida.

oferta agregada estaria limitada pelo próprio crescimento do investimento. Como o crescimento sustentado das exportações e do investimento depende, respectivamente, de criação de nova capacidade e da disponibilidade de recursos poupados por empresas, governo e indivíduos, e dada a necessidade de reduzir a vulnerabilidade externa da economia (refletida no déficit em conta corrente), o crescimento do produto estaria em última análise limitado pela expansão da própria poupança doméstica⁴.

A retomada do crescimento dependeria, assim, de um processo de realimentação dinâmica entre exportações, investimento e poupança. A expansão das exportações permitiria atenuar as restrições externas ao crescimento, induzindo e sendo estimulada por maiores níveis de investimento. A elevação da poupança doméstica daria sustentação e consistência ao processo. A seção que segue, em um exercício de projeção macroeconômica, mostra a evolução das variáveis-chaves para o crescimento sustentado durante um período de transição de duas administrações, ao fim do qual o país estaria no limiar do desenvolvimento.

A trajetória do crescimento no período 2003-2010

A discussão da trajetória de crescimento da economia brasileira nesta seção tem por ponto de partida uma análise do impacto de “choques” de exportações e de produtividade sobre o investimento e a capacidade produtiva, em um processo de realimentação dinâmica. São essas relações estruturais que estão na base do modelo macroeconômico da subseção 2. A ausência de políticas estruturadas de exportação, produtividade e poupança doméstica – como sugere a subseção 3 – impediria a economia brasileira de superar o ardil do baixo crescimento.

Relações dinâmicas entre exportações, investimento e capacidade produtiva

Uma das proposições centrais do trabalho é que “choques” positivos nas exportações induzem – e supõe para se sustentarem – aumentos nos investimentos (via expansão da demanda, redução dos juros e da pressão tributária). Combinados com ganhos de produtividade – que gerariam o aumento de capacidade produtiva necessário para acomodar inicialmente o aumento das exportações –, tais choques pavimentariam o caminho para a retomada do crescimento. É importante verificar até que ponto a evidência empírica para o Brasil corrobora a existência dessas relações dinâmicas entre exportações, investimento e capacidade produtiva.

Para tanto, estimou-se um modelo autoregressivo vetorial (VAR), usando dados trimestrais dessazonalizados para o período 1991-2001, para as seguintes variáveis: taxa de crescimento da capacidade produtiva (primeira diferença do logaritmo), taxa de investimento (em % do PIB), e

⁴ Em excelente artigo, o prof. Márcio Garcia mostra como a poupança é uma restrição de última instância para o crescimento sustentado do país, e que não há soluções simples para superar fraquezas que são na realidade de natureza estrutural. “A vulnerabilidade externa é a contraface da fraqueza fundamental da nossa economia, a carência de poupança doméstica...sempre que iniciamos um ciclo de crescimento, esbarramos na deficiência de poupança doméstica, o que pressiona o déficit em conta corrente do balanço de pagamentos. Ou seja, para crescer precisamos trazer recursos do estrangeiro. Esta a verdadeira vulnerabilidade externa da nossa economia. Como resolver tal problema? Gerar megasuperávits comerciais reduzindo, ou quiçá eliminando, o déficit em conta-corrente sem dúvida reduz nossa dependência da poupança externa. Como é razoável supor que o país estará crescendo ao gerar tais megasuperávits (ou seja, não estaríamos exportando os alimentos que faltam aos compatriotas famélicos), segue-se por uma identidade macroeconômica básica [a soma das poupanças domésticas (pública e privada) e externa (o déficit em conta-corrente) é contabilmente igual ao investimento] que a taxa de poupança doméstica deverá ter se elevado enormemente para fazer frente ao aumento do investimento necessário para suportar o crescimento, como também para substituir a poupança externa que, neste cenário, teria diminuído significativamente.” Ver Valor, 28/12/2001 a 1/1/2002, p. A11.

exportações líquidas de bens e serviços não-fatores (em % do PIB).⁵ O Gráfico 1 mostra as funções de resposta a impulso do VAR.⁶ Cada linha apresenta a resposta de uma determinada variável a “choques” de um desvio-padrão em cada uma das três variáveis (inclusive choques na própria variável), com intervalos de confiança de ± 2 desvios padrões.

Choques nas exportações líquidas se traduzem em aumentos expressivos no investimento e, em menor grau, no crescimento das capacidade produtiva. Além disso, observa-se que mudanças estruturais na capacidade produtiva – aqui interpretados como choques de produtividade - acarretam efeitos positivos e bastante significativos sobre o investimento e as exportações líquidas, o que sugere que um dos alicerces da expansão das exportações deveria ser o aumento dos níveis de produtividade global da economia.

Estes resultados iniciais, combinados com as projeções abaixo, são não apenas consistentes com a noção de que as bases para a retomada do crescimento seriam um aumento nas exportações, facilitada por ganhos de produtividade espelhados em maior capacidade produtiva. São também indicativos da necessidade, para tal, de políticas estruturadas que levem a um salto das exportações e produtividade, e da poupança doméstica (assim suportando o decorrente aumento das inversões).

Os agregados macroeconômicos numa trajetória virtuosa da economia

Os resultados obtidos acima espelham as relações dinâmicas entre três variáveis-chave: exportações, investimento e capacidade produtiva. Adotamos, nesta subseção, uma perspectiva mais ampla, passando a analisar um sistema maior de variáveis, cujo funcionamento estaria implícito nas relações acima citadas. Nosso objetivo é determinar uma possível trajetória temporal para os principais agregados macroeconômicos no período 2003-2010 que, respeitando as relações e restrições do sistema econômico, seja consistente com a retomada gradual e sustentada do crescimento até atingir o patamar de 5%aa. Essa trajetória de crescimento estaria fundamentada na implementação de políticas e programas de incentivos ao aumento das exportações e da produtividade, assim como na expansão da poupança doméstica e no desenvolvimento do mercado de capitais, como discutido na seção IV.

Dada a dimensionalidade do problema a ser analisado, que impede o uso da abordagem VAR – adequada apenas para conjuntos relativamente restritos de variáveis – é necessário recorrer a um modelo de cunho “estrutural” que incorpore as principais relações de simultaneidade e causalidade do sistema econômico.

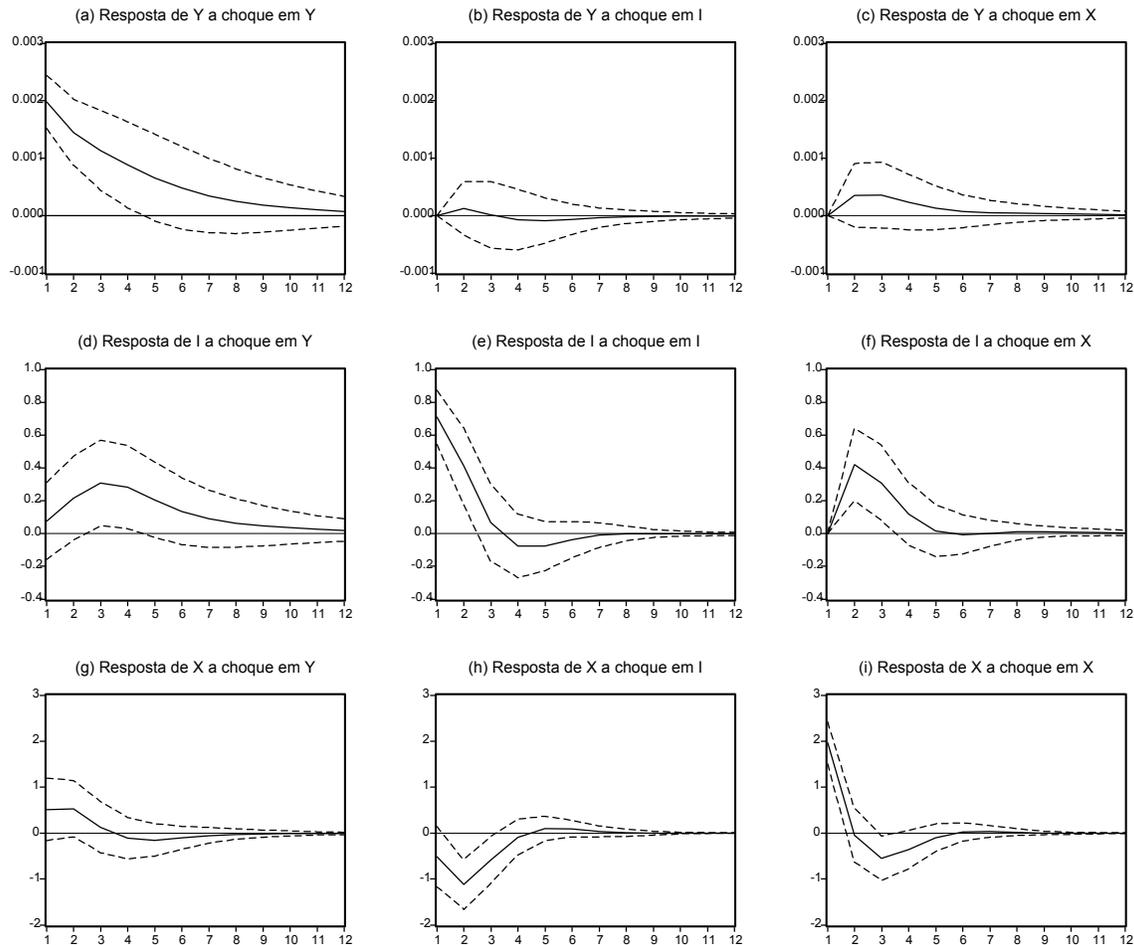
O exercício utiliza um modelo anual, com cerca de 100 equações simultâneas, cujas principais características são: (i) o consumo e investimento privado dependem da taxa de juros real, renda disponível e carga tributária; (ii) as exportações líquidas de bens e serviços não-fatores dependem da taxa de câmbio real, PIB, capacidade produtiva e evolução do comércio mundial; (iii) a oferta agregada é dada por uma função de produção de retornos constantes que inclui os estoques utilizados de capital e mão de obra e um índice de produtividade total de fatores; (iv) a igualdade

⁵ A análise de critérios de informação e de testes de autocorrelação dos resíduos sugere que o VAR deve ser especificado com apenas uma defasagem. O Anexo I apresenta resultados detalhados da estimação. Os dados utilizados neste e nos demais exercícios foram extraídos do IPEADATA (www.ipeadata.gov.br).

⁶ A análise das funções de resposta a impulso está baseada na decomposição de Choleski da matriz de covariância dos distúrbios do VAR, usando-se a ordenação (Y,I,X). Cabe destacar que a ordenação das variáveis não se revelou crucial para os resultados apresentados a seguir, dada a relativamente baixa correlação entre os resíduos do VAR irrestrito. Para uma discussão detalhada da análise de função de resposta a impulso em modelos autoregressivos vetoriais, ver, por exemplo, J. Hamilton, *Time Series Analysis*, Princeton University Press, 1994, cap.11.

entre demanda e oferta agregada determina o produto real, o nível de utilização da capacidade produtiva e o emprego; (v) a inflação é determinada através de uma curva de Phillips que incorpora o efeito de “*pass-through*” do câmbio; (vi) a taxa de câmbio real varia de modo a igualar a oferta (exógena) e demanda de divisas.⁷

Gráfico 1
Capacidade produtiva (Y), investimento (I) e exportações líquidas (X):
Funções de resposta a impulso



OBS.: (i) Funções de resposta a impulso obtidas pela ortogonalização das inovações do VAR.
(ii) Os impulsos correspondem a inovações de 1 desvio padrão em cada variável.
(iii) As linhas tracejadas correspondem a intervalos de confiança de ± 2 desvios padrões.

No contexto desse modelo, a estruturação de um regime de incentivos econômicos para dinamização da demanda e transformação da oferta exportadora com base em um *sistema nacional de exportações* (como conceituado abaixo) teria, por hipótese, dois efeitos básicos: (i) as exportações seriam afetadas por choques positivos permanentes no período 2003-2006, elevando

⁷ Uma descrição mais detalhada do modelo, que é uma variante do MOPSE [ver E.J.Reis, M.A.F.H. Cavalcanti, A.S.Castro, E.R.Araújo, J.L.Rossi Jr. E B.M.Hernandez, “MOPSE-B: Model for Projections and Simulations of the Brazilian Economy”, Texto para Discussão IPEA No. 619, 1999], pode ser obtida junto aos autores.

sua taxa de crescimento para 7,7% em valor, contra 4,9% aa. em 2001-2002; (ii) a produtividade total de fatores passaria a crescer à taxa sustentada de 1,5% aa. a partir de 2004.⁸

Um premissa adicional é que a condução das políticas monetária e fiscal esteja condicionada pela necessidade de atingir dois objetivos: a estabilização da relação dívida pública/PIB e a manutenção dos níveis de inflação dentro de patamares “aceitáveis”.⁹ Assim, busca-se simular um “mix” de política monetária e fiscal capaz de atingir ambas as metas com o menor custo possível em termos de perda de produto.

O exercício de simulação baseia-se em um cenário externo caracterizado, a partir de 2003, pela gradual recuperação do comércio mundial – cujo crescimento estabiliza em 5,5%aa. – e por taxas de juros (LIBOR) moderadamente crescentes, até atingir o patamar de 5,5% aa. No que se refere aos fluxos de investimento direto líquido para o país – variável crucial para a determinação da taxa de câmbio e, por consequência, para todas as demais variáveis macroeconômicas – supõe-se que seu nível caia gradualmente dos patamares observados no biênio 2001-2002 até estabilizar em US\$ 17 bilhões a partir de 2006. Tendo por premissa que o fluxo de capitais financeiros líquidos para o país convirja para zero a médio prazo, o nível de US\$ 17 bilhões é também o valor do déficit em transações correntes do balanço de pagamentos ao final do período de simulação.

A Tabela 1 e os Gráficos 2 a 8 resumem as trajetórias das principais variáveis macroeconômicas obtidas a partir das hipóteses especificadas acima.

Observa-se que a taxa de crescimento do PIB aumenta gradualmente no período de simulação, passando de cerca de 2% aa. no biênio 2001-2002 para quase 5% aa. no período 2007-2010 (atingindo efetivamente 5% nos últimos dois anos do período, conforme mostra o Gráfico 2).

Como já sugerido, essa trajetória de crescimento é impulsionada pelos ganhos de produtividade total de fatores e pela expansão das exportações – cuja taxa de crescimento anual no período final de 2007-2010 chega a 9,2% – e sustentada pelo aumento gradual das taxas de investimento e poupança bruta, que crescem cerca de 0,5% do PIB no período 2003-2006 e mais 1% do PIB no período 2007-2010. É importante notar que tanto no caso dos investimentos quanto da poupança, o esforço doméstico é crucial, o que tem fortes implicações para a política econômica e reformas estruturais tanto na área tributária quanto em mercados de capitais.

Tão importante quanto o aumento da poupança bruta é a mudança na sua composição ao longo do período de simulação: enquanto a poupança externa cai de 4% para 1,8% do PIB, a poupança doméstica passa de 16,9% para 20,7% do PIB – alcançando patamares semelhantes aos observados nos anos pré-Real, conforme mostra o Gráfico 3. Em grande medida, esse considerável esforço de incremento da poupança doméstica é viabilizado pela resposta exportadora, que atua, de um lado, no aumento da renda agregada da economia e, de outro, na diminuição das taxas de juros – seja através da menor percepção de risco-país como pela reduzida pressão do câmbio sobre as taxas de inflação. Contudo, conforme discutido em maior detalhe na seção IV, a validação desse cenário requer a implementação de reformas que propiciem o desenvolvimento de um mercado de capitais mais denso e eficiente.

⁸ Segundo estimativa dos autores, a produtividade total de fatores cresceu cerca de 0,7% aa. no período 1994-2000. Logo, a taxa de crescimento de 1,5%aa. é aproximadamente duas vezes a taxa observada no período recente. Cabe destacar que tal estimativa é compatível com resultados de outros estudos; por exemplo, Tito N.T Silva Filho (2001), “Estimando o produto potencial brasileiro: uma abordagem de função de produção,” *Texto para Discussão 17*, Banco Central do Brasil, calcula que a PTF teria crescido 0,88% aa. entre 1993 e 2000.

⁹ Supõe-se que o “teto” aceitável para a inflação, medida pelo IGP-DI, seja de 5% aa.

Tabela 1
Evolução dos principais agregados macroeconômicos: 2001-2010
médias anuais

	2001-02	2003-06	2007-10
PIB (var.%)	2,1	4,1	4,8
Consumo (var.%)	1,5	3,6	4,5
Investimento (var.%)	1,7	5,6	5,7
Poupança Bruta (% PIB)	20,9	21,4	22,5
Poupança Nacional (% PIB)	16,9	18,6	20,7
Poupança Externa (% PIB)	4,0	2,8	1,8
Exportações (var.%)	4,9	7,7	9,2
Importações (var.%)	1,0	6,7	9,2
Balança comercial (US\$ bilhões)	3,3	6,7	10,7
Transações correntes (US\$ bilhões)	22,3	19,3	17,4
Passivo externo líquido (US\$ bilhões)	346,0	380,8	414,7
Passivo ext. líq./Exportações bens e serv. não-fatores	5,4	4,9	3,8
Inflação – IGP-DI (%)	8,1	4,6	4,7
Taxa de câmbio (R\$/US\$)	2,4	2,6	2,7
Taxa de câmbio real (2000 = 100)	119,3	117,4	111,8
Taxa de juros – SELIC (%)	17,9	14,2	13,4
Taxa de juros real (%)	10,1	9,2	8,2
Dívida líquida do setor público (% PIB)	54,0	54,6	52,0
NFSP – primário (% PIB)	-3,4	-3,2	-2,2

Gráfico 2
PIB, Exportações e Taxa de Investimento
1991-2010

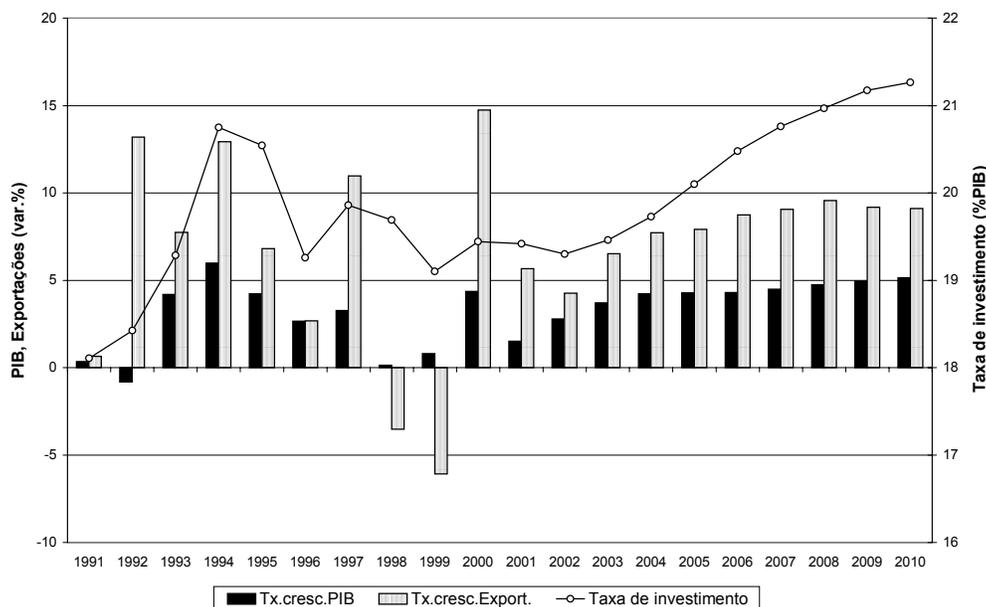
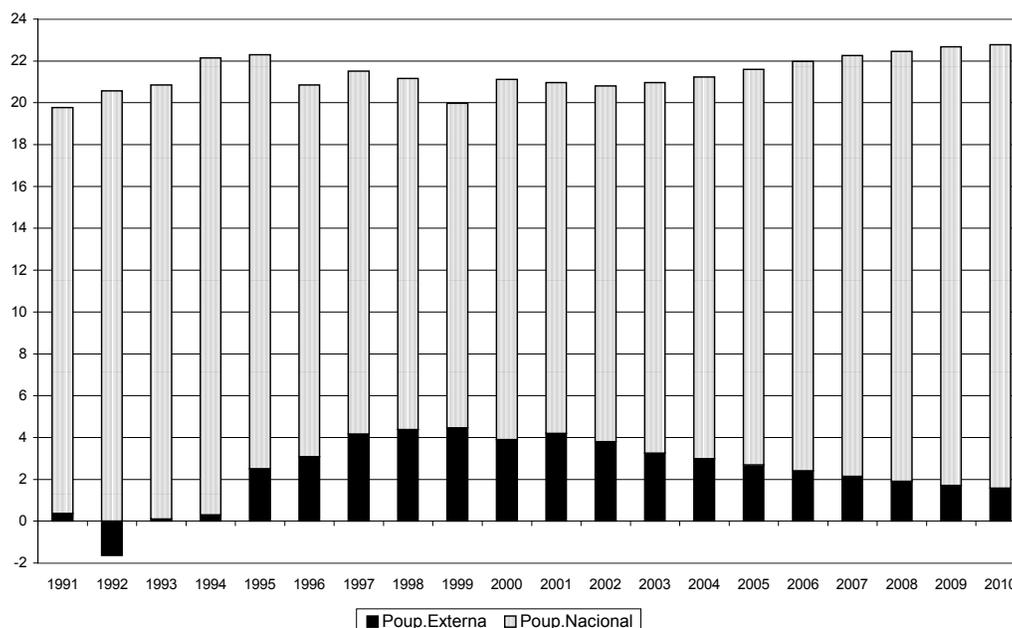


Gráfico 3
Poupança Nacional e Externa (% do PIB)
1991-2010



Cabe ressaltar três aspectos importantes da redução do grau de dependência do país com relação à poupança externa. Primeiro, a melhora nas contas externas está baseada primordialmente na expansão das exportações, e não no controle ou redução das importações – ainda que suponha sua progressiva substituição em bases competitivas para evitar uma “explosão” insustentável nas compras externas.

A Tabela 1 e o Gráfico 4 mostram que, após um período inicial em que as importações crescem pouco abaixo das exportações, ambas as variáveis passam a crescer a taxas (elevadas) semelhantes. De fato, a sustentação de taxas elevadas de investimento e ganhos de produtividade não seria factível sem a importação de bens de alta tecnologia e outros de que o país (ainda) carece. Evidentemente, a manutenção de um alto coeficiente de importação sem que haja pressão sobre o câmbio só é possível graças ao aumento das exportações, o que torna claro mais um canal pelo qual a resposta exportadora deve contribuir para impulsionar a retomada do crescimento.

Segundo, apesar do passivo externo líquido do país continuar a crescer em termos *absolutos* devido à persistência dos déficits em conta corrente (Gráfico 5), o endividamento externo cai significativamente em termos *relativos*, conforme mostra a evolução da relação passivo externo líquido/exportações de bens e serviços não fatores (Gráfico 6). Este movimento reduz o risco-país, e consequentemente, o custo de capital para as empresas.

Terceiro, a melhora das contas externas ocorre sem a necessidade de novas rodadas de desvalorização real do câmbio, verificando-se, ao contrário, alguma *valorização* real a partir de 2005. Isso pode ser explicado por dois fatores: (i) o elevado nível de partida da taxa de câmbio real, que em 2001 encontra-se aproximadamente 20% acima do nível pré-Real (Gráfico 6) – e, provavelmente, acima (ou, no mínimo, próxima) de uma taxa considerada de “equilíbrio”,¹⁰ (ii) os

¹⁰ A esse respeito, vale destacar exercício apresentado em M.A.F.H. Cavalcanti (2001), “Qual é a taxa de câmbio que equilibra o setor externo da economia brasileira?”, *Boletim Conjuntural IPEA* No.52, janeiro 2001, segundo o qual a taxa de câmbio real vigente no país ao final de 2000 estaria muito próxima do nível que equilibraria o balanço de pagamentos a médio prazo.

impulsos exógenos dados às exportações ao longo dos anos subsequentes, resultando em menor necessidade de desvalorização para fazer face às obrigações externas do país.

Gráfico 4
Exportações, Importações e Saldo Comercial
1991-2010

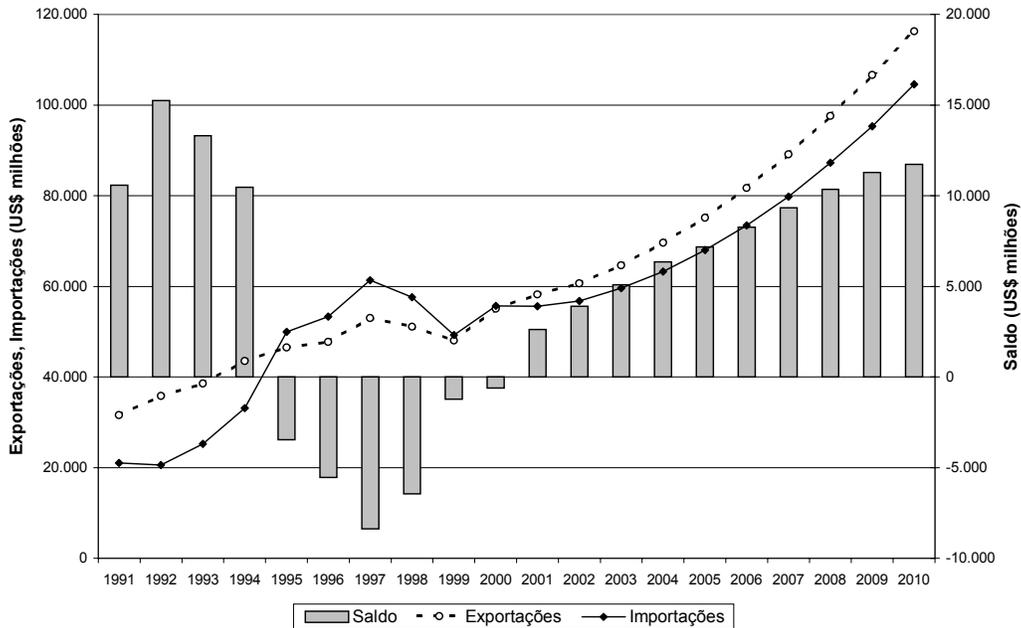
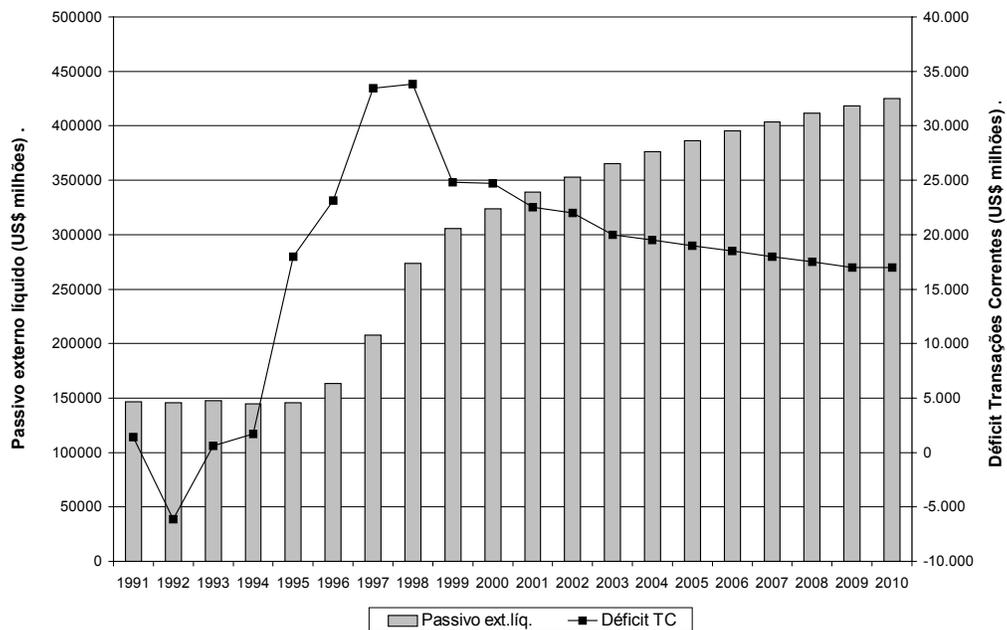
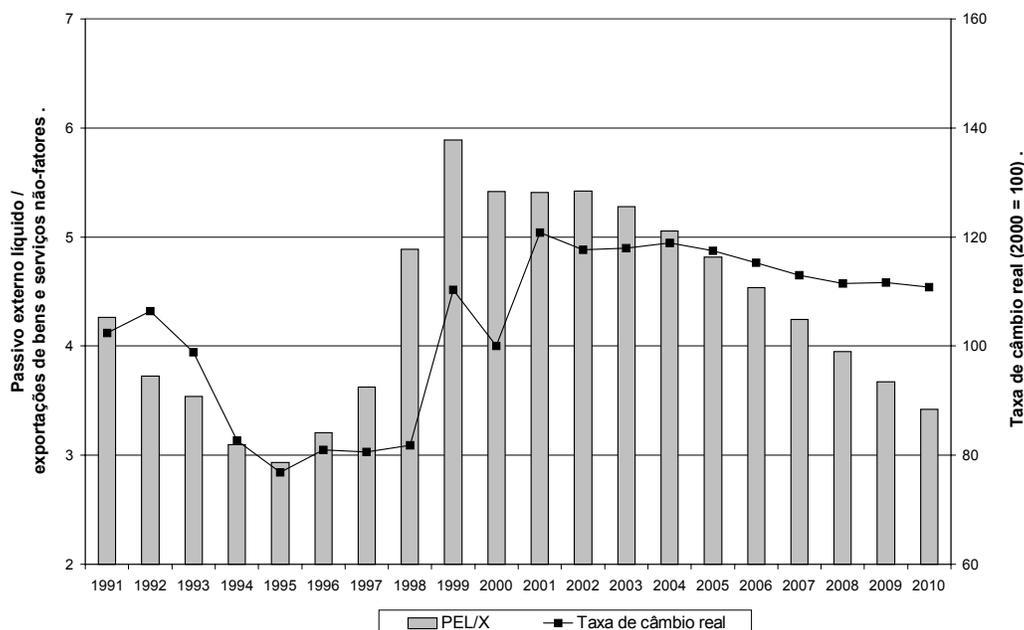


Gráfico 5
Déficit em Transações Correntes e Passivo Externo Líquido
1991-2010



Evidentemente, tal resultado depende crucialmente da hipótese relativa ao nível de “equilíbrio” dos fluxos de investimento externo direto para o país, suposto em US\$ 17 bilhões. Caso fosse adotada hipótese mais pessimista – reduzindo-se, por conseguinte, a oferta de divisas no país –, a pressão sobre o câmbio seria maior. Mas a hipótese adotada no exercício não parece excessivamente otimista, tendo em vista o potencial do mercado brasileiro para atrair capitais externos, em se confirmando o cenário de consolidação da estabilidade macroeconômica.

Gráfico 6
Taxa de Câmbio Real e Relação Passivo Externo Líquido/Exportações de Bens e Serviços Não-Fatores 1991-2010



Cabe notar, por fim, o comportamento das variáveis de política monetária e fiscal – que, como mencionado anteriormente, são gerenciadas com o objetivo de manter a inflação sob controle e estabilizar a relação dívida/PIB. No que diz respeito à política monetária, a convergência da taxa de inflação (medida pelo IGP-DI) para níveis variando entre 4 e 5% aa. permite a redução gradual da taxa de juros básica, que chega a níveis inferiores a 13% entre 2006 e 2008 – voltando a subir até 14% nos anos seguintes devido ao leve repique inflacionário associado às elevadas taxas de crescimento do PIB no período (Gráfico 7).

A política fiscal se mantém conservadora ao longo de todo o período de simulação, gerando superávits primários significativos e estabilizando a dívida pública entre 51% e 52% do PIB. Observa-se que, a partir de 2006, graças ao crescimento econômico acelerado e à redução da taxa de juros real, é possível diminuir gradualmente o nível dos superávits primários gerados, até atingir 2% do PIB no biênio 2009-2010, sem comprometer a estabilidade da relação dívida/PIB.

Vale ressaltar que, tanto no caso da política monetária como no da política fiscal, a adoção de uma postura menos restritiva só é possível graças aos efeitos (diretos e indiretos) sobre o PIB, câmbio e inflação acarretados pelos aumentos nas exportações e na produtividade global da economia: de um lado, a menor pressão inflacionária associada ao câmbio mais valorizado permite a redução dos juros sem comprometer o controle da inflação; e, de outro lado, a combinação de juros mais baixos

com maiores taxas de crescimento do PIB possibilita estabilizar a relação dívida/PIB com menor superávit primário.

Gráfico 7
Inflação (IGP-DI) e Taxa de Juros (SELIC)
1996-2010

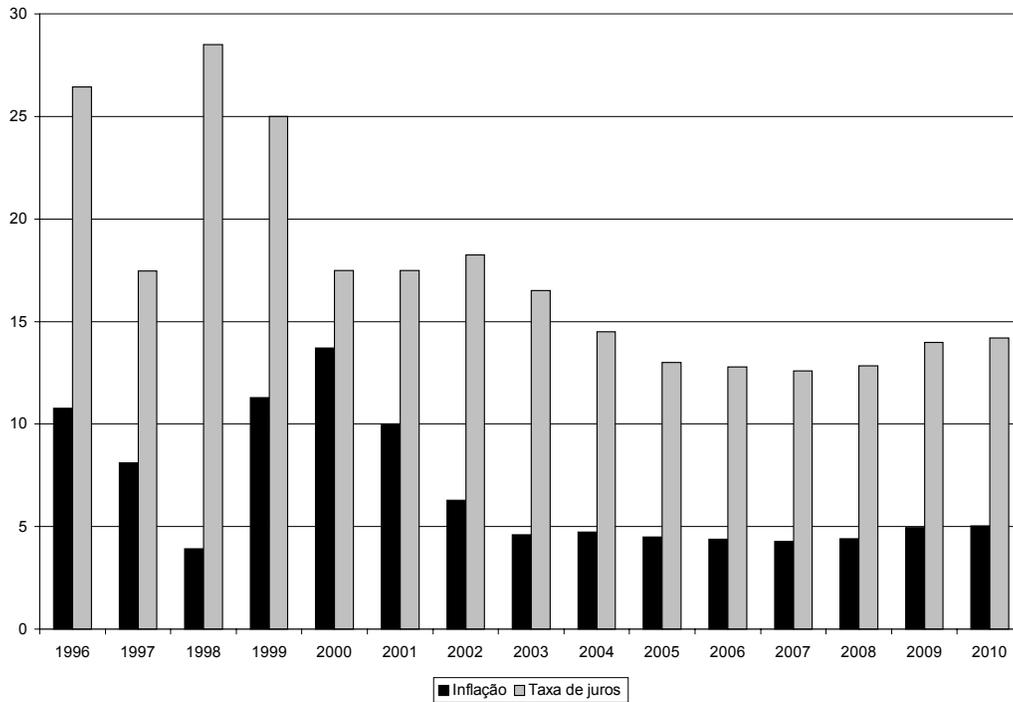
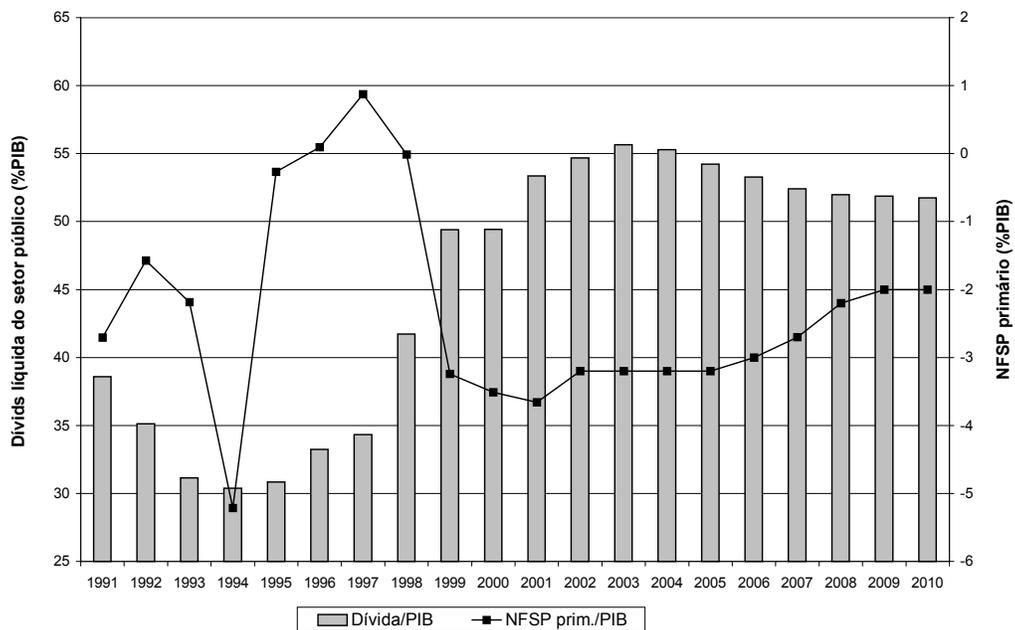


Gráfico 8
Dívida Líquida e Necessidades de Financiamento Primário do Setor Público
1991-2010



Exportações e Produtividade: Requisitos para uma Trajetória Sustentável

Os resultados apresentados acima traçam uma trajetória de crescimento sustentado para a economia brasileira no período 2003-2010. Resta investigar até que ponto tal trajetória é explicada pelos impulsos exógenos à produtividade e às exportações associados ao programa de incentivos a ser implementado.

Com o fim de analisar essa questão, realizou-se uma segunda simulação, destinada a caracterizar o cenário econômico na *ausência do programa de incentivo às exportações e à produtividade*.¹¹ A comparação entre os dois cenários deve, assim, permitir avaliar a importância desse programa na geração da trajetória de crescimento sustentado.

O Gráfico 9 compara a evolução de algumas das principais variáveis macroeconômicas sob os cenários *com* o programa de apoio às exportações e à produtividade (cenário 1) e *sem* tal programa (cenário 2). As diferenças entre os cenários são significativas. No cenário 2, o crescimento das exportações e do PIB e a taxa de investimento permanecem relativamente estagnados em torno dos níveis observados em 2002, ao contrário do cenário 1 que, como visto anteriormente, caracteriza-se pela dinamização dessas variáveis. De fato, na ausência dos impulsos exógenos ao crescimento das exportações, o equilíbrio do balanço de pagamentos requer uma taxa de câmbio mais elevada, acarretando maior pressão sobre os preços domésticos e, portanto, a necessidade de taxa de juros mais elevadas de modo a manter a inflação sob controle. Maiores taxas de juros, por sua vez, implicam a necessidade de geração de maiores superávits primários com o objetivo de estabilizar a relação dívida/PIB. O aumento da carga tributária requerido por tal ajuste deprime ulteriormente os investimentos e o PIB.

Vale observar que, nesse cenário, os superávits primários requeridos para estabilizar a relação dívida/PIB revelam-se extremamente altos e, claramente, insustentáveis. Provavelmente, o aumento do risco-país associado a essa situação levaria, em algum momento, à redução brusca dos fluxos de capital externo (supostos constantes no mesmo nível do cenário 1), acarretando maior desvalorização cambial e potencializando os efeitos adversos acima, num perverso ciclo vicioso que poderia culminar em crises de graves proporções.

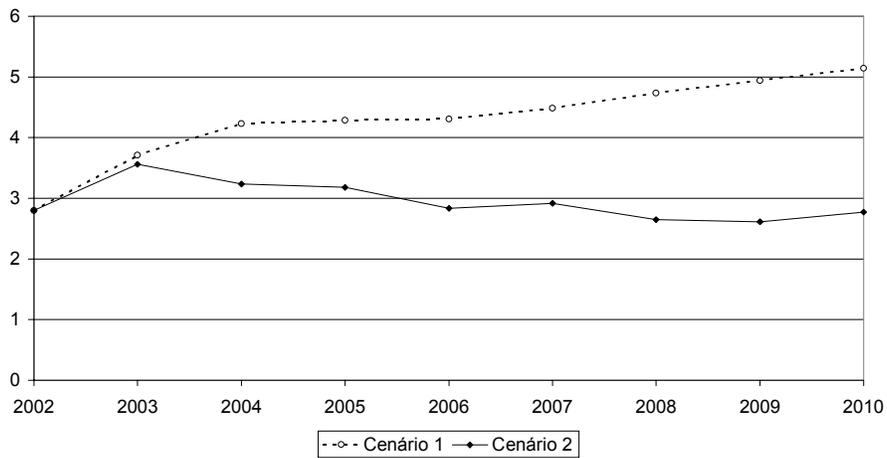
A mensagem do exercício parece ser clara: na ausência de políticas críveis e estruturadas de incentivos às exportações e à produtividade, a economia brasileira não conseguiria romper o nó górdio do baixo crescimento, mantendo-se refém dos juros elevados e baixas taxas de poupança e investimento.

Os resultados da subseção anterior parecem corroborar, portanto, as proposições do trabalho. Dada a implementação de um amplo programa que gere impulsos exógenos ao aumento da produtividade e das exportações, a economia deve entrar em um círculo virtuoso no qual: (i) a maior renda agregada associada à resposta exportadora e ao aumento de produtividade implica maior investimento e poupança em um primeiro momento, e maior consumo posteriormente; (ii) uma taxa de câmbio mais valorizada se reflete em menor pressão inflacionária, possibilitando a redução dos juros que ratifica o aumento da taxa de investimento; (iii) a diminuição dos juros e o crescimento do produto permitem a diminuição dos superávits primários requeridos para estabilizar a relação dívida/PIB, o que também atua no sentido de ratificar a expansão dos investimentos e da renda agregada; (iv) a estabilização ou redução dos níveis de endividamento interno e externo diminui a percepção de risco-país, incentivando a entrada de capitais externos no país que, em última instância, justifica o nível relativamente valorizado da taxa de câmbio.

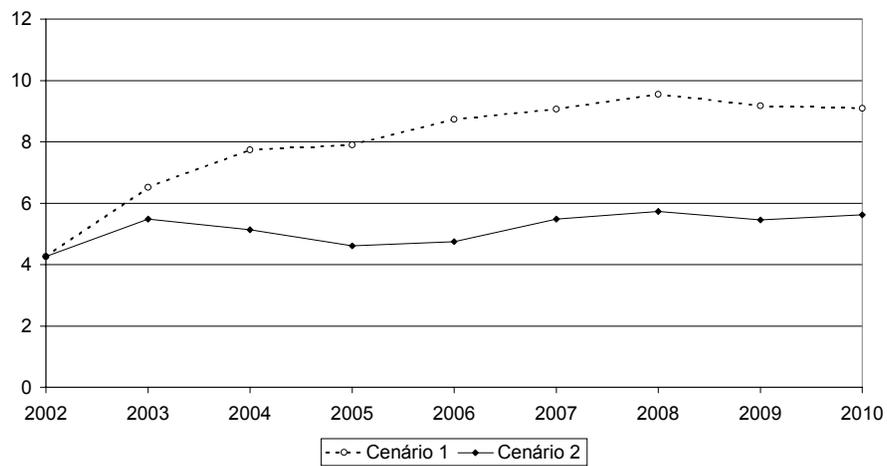
¹¹ Além da ausência dos choques exógenos nas exportações, supõe-se que a produtividade total de fatores cresça apenas 0,7% aa. a partir de 2004 - taxa correspondente à média de crescimento observada no período 1994-2000 (ver nota 8).

Gráfico 9
Comparação entre Cenário com o Programa de Apoio às Exportações e Produtividade (Cenário 1) e Cenário sem o Programa (Cenário 2)

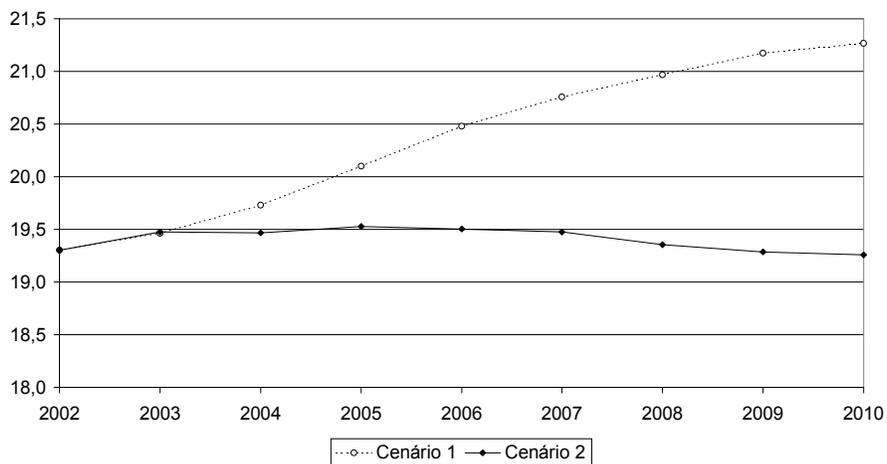
(a) PIB (var. %)



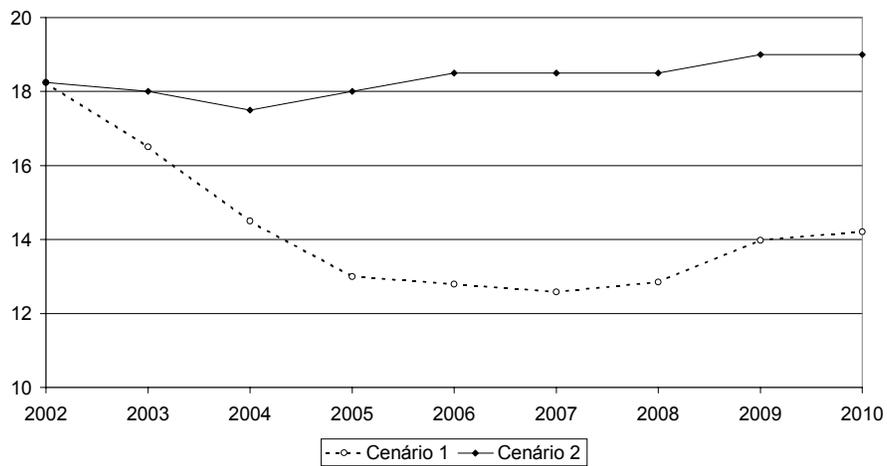
(b) Exportações (var. %)



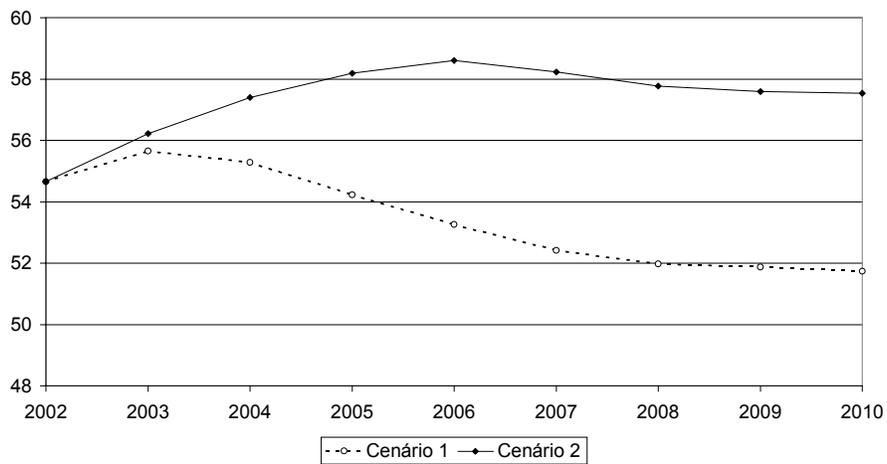
(c) Taxa de investimento (% PIB)



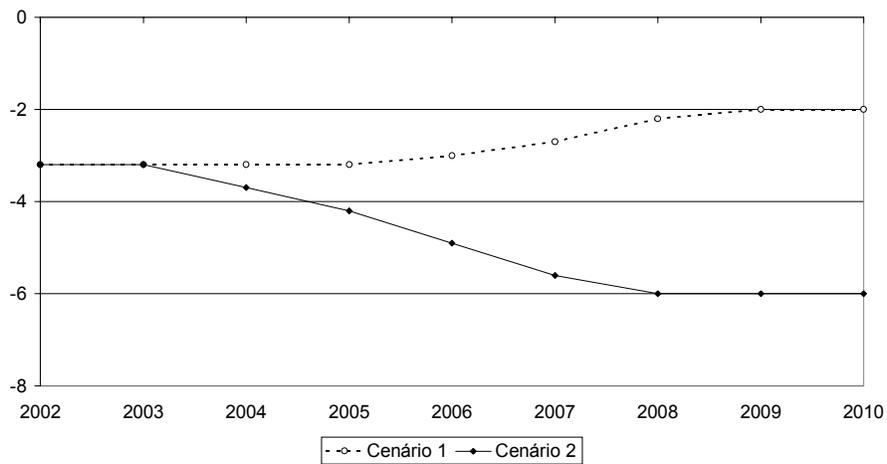
(d) Taxa de juros (%)



(e) Dívida pública (% PIB)



(f) NFSP - primário (% PIB)



Antes de concluirmos a seção, é interessante destacar a magnitude dos investimentos adicionais que caracterizam o cenário 1 relativamente ao cenário 2, bem como sua trajetória temporal. Conforme

mostra a Tabela 2, os investimentos acumulados ao longo do período 2003-2010 sob o cenário 1 superam os investimentos sob o cenário alternativo em cerca de R\$ 272 bilhões (a preços de 2001), sendo R\$ 48 bilhões referentes ao subperíodo 2003-2006 e R\$ 225 bilhões referentes ao subperíodo 2006-2010.

Esse resultado deixa claro que, se num primeiro momento o impulso significativo às exportações e à produtividade seria capaz de recolocar a economia na trilha do crescimento com um esforço relativamente modesto em termos de investimento agregado, a sustentação do crescimento num segundo momento dependeria crucialmente da expansão dos investimentos – e, por conseguinte, da poupança.

Ainda que grande parte desses investimentos adicionais possa ser considerado conseqüência natural dos ganhos de produtividade e exportações, é certo que a política econômica teria que desempenhar papel não desprezível na criação e manutenção de um ambiente macroeconômico e institucional propício à formação de poupança e indutor de investimentos.

Tabela 2
Investimentos* Acumulados nos Dois Cenários
(R\$ bilhões de 2001)

	Cenário 1 (A)	Cenário 2 (B)	Diferença (A-B)
2003-2006	1.148,4	1101,5	47,9
2007-2010	1.448,0	1223,0	225,0
Total	2.596,4	2324,5	271,8

* Formação bruta de capital fixo

A seção seguinte examina os elementos básicos de um programa econômico de crescimento consistente com a trajetória da economia refletida no cenário 1. Mantida a estabilidade macroeconômica – pressuposto fundamental da retomada do crescimento – com uma inflação abaixo de 5% aa., uma relação dívida/PIB cadente, uma queda progressiva do passivo externo líquido como proporção das exportações, e dentro de um quadro de absoluta responsabilidade fiscal, a política econômica deverá estar voltada para o crescimento das exportações, da produtividade e da poupança doméstica.

Um programa consistente de crescimento econômico

Após duas décadas de inflação elevada seguida de estabilização sob o signo de baixas taxas de crescimento, um elevado grau de vulnerabilidade externa e fiscal continua a restringir uma retomada sustentável do crescimento, sem o qual será difícil reduzir a atual fragilidade macroeconômica. Como sugerido acima, superar este ardil irá depender de um programa econômico que crie as condições para a expansão das exportações, do investimento e da poupança.

Em certo sentido, as bases da recuperação foram estabelecidas nestes últimos anos: primeiro, os esforços (relativamente) bem sucedidos de ajuste fiscal e aumento da poupança pública que têm sido fundamentais para reverter o quadro de deterioração das contas públicas, aumento descontrolado do endividamento e probabilidade não desprezível de default na dívida; e segundo, a flutuação do real em 1999. A alternativa teria sido a desorganização do quadro macroeconômico a

um elevadíssimo custo ao longo dos próximos anos. No curto e médio prazo, a melhora nas contas externas – a partir da expansão das exportações e superávits crescentes da balança comercial - seria o sinalizador possivelmente mais importante para consolidar as expectativas dos agentes, acompanhada por uma progressiva redução da taxa de juros e do serviço da dívida (consistentes com as taxas almeçadas de inflação).

Uma provável reação positiva do mercado de capitais, e dos investidores de modo geral, a uma melhoria das contas externas e a uma trajetória cadente dos juros, combinado com um menor pressão tributária sobre a atividade produtiva, deflagraria um processo de recuperação das taxas de investimento, voltado em parte à criação de capacidade para o mercado externo, e cujo aprofundamento dependeria por sua vez tanto da continuada expansão das exportações quanto do aumento da poupança.

A restrição a esses dois suportes – salto nas exportações e sua taxa de crescimento, e nos níveis e taxas de poupança - são de natureza estrutural, e assim devem ser tratados. O salto nas exportações supõe dinamização da demanda, aumento da capacidade exportadora e ganhos continuados de produtividade, acompanhados de mudança no perfil das exportações, no contexto de um novo *sistema nacional de exportação*. A elevação da taxa de poupança requer uma inflexão na perda de substância do mercado doméstico de capitais, com a criação de uma institucionalidade mais robusta e instrumentos que possibilitem e estimulem a alocação de recursos de médio e longo prazo para empresas domésticas, no contexto de uma progressiva melhora no quadro macroeconômico e redução da taxa doméstica de juros. A superação das restrições mais duras e um aumento progressivo da taxa de poupança daria consistência à trajetória do investimento e serviria de base para o crescimento econômico sustentável.

Política econômica e resposta exportadora

Como argumentado em trabalho anterior,¹² a expansão das exportações e a substituição das importações em bases competitivas, ambas críticas para a retomada do crescimento do PIB – não apenas por seus efeitos diretos sobre a demanda e oferta agregada, mas também pela criação de um clima de confiança externo quanto à capacidade do país de honrar compromissos e limitar suas necessidades de financiamento –, supõe a criação de capacidade em bens transáveis (assim como de ganhos de produtividade advindos dos investimentos em capital físico e humano). O desequilíbrio absorção-renda, por sua vez, se traduz, *inter alia*, numa elevação do custo de capital e no aumento da pressão tributária, que têm um efeito realimentador sobre o próprio desequilíbrio, na medida em que eleva os custos de investimento e retira competitividade dos produtos nacionais.

Ainda que o governo tenha criado um conjunto extenso de mecanismos de apoio às exportações nos últimos anos, vindo realizando esforços significativos de abertura de novos mercados e retirada de barreiras ao comércio, tanto em contextos bilaterais quanto multilaterais, *strictu sensu* não é correto sugerir que a resposta exportadora tenha passado a depender unicamente da iniciativa dos produtores. Esta afirmativa é verdadeira somente no sentido de que a decisão e a iniciativa de exportar é efetivamente empresarial (assim como o é a decisão de investir), porém a capacidade exportadora é resultante de um conjunto de fatores, muitos dos quais são exógenos à empresa, e permanecem no âmbito do governo.

¹² Ver trabalho dos autores apresentado no XIII Forum Nacional, Maio de 2001, “O crescimento econômico, a balança comercial e a relação câmbio-investimento” e publicado em João Paulo dos Reis Velloso (coordenador), Como Vão o Desenvolvimento e a Democracia no Brasil?, ed. José Olympio, Rio de Janeiro, 2001.

Talvez o maior óbice do ponto de vista da eficácia das políticas seja um grau ainda insuficiente de *credibilidade* quanto ao compromisso do governo com as exportações. A razão determinante é que a política de comércio exterior e as ações decorrentes não adquiriram reputação no sentido econômico (até porque são reversíveis), e não estão inscritas de forma inteligível em uma estratégia de crescimento, em contraste com a política de ajuste e responsabilidade fiscal, entendida pela sociedade como essência do compromisso do governo com a estabilidade macroeconômica.

A literatura sugere a importância da credibilidade das políticas para a resposta exportadora, na medida em que esta atividade envolve custos irreversíveis (“*sunk costs*”) significativos. É a irreversibilidade desses custos, entre outras razões, que faz com que a resposta às políticas de apoio às exportações seja de modo geral lenta e esteja concentrada nos atuais exportadores, sendo marginal a contribuição de novos exportadores¹³.

Mudar os tempos e o volume de resposta dos atuais exportadores e ampliar a base de empresas supõe convencer os agentes de que o governo tem compromisso crível e sustentado com políticas de apoio à exportação. Para tanto, seria necessário, em primeiro lugar, sinalizar sua prioridade para o governo *como um todo*, no mesmo par que o é o compromisso com a responsabilidade fiscal. E segundo, articular um *sistema nacional de exportação*, integrado pelos “stakeholders” governamentais e empresariais, e tendo por referência uma estratégia que leve as exportações a crescerem de forma sustentada. Ambos permitiriam orientar as decisões dos agentes para os próximos anos, consistentes com as necessidades de crescimento do país.

Já há forte convergência em torno da idéia de que a retomada e sustentação do crescimento - pelo menos nos primeiros anos- será predicada numa melhoria significativa da balança comercial. Caberá ao governo a ser empossado em 2003 ratificar e dar organicidade a esta visão, e credibilidade à sua política. Abaixo seguem observações preliminares sobre a estratégia orientadora e substância programática de um sistema nacional de promoção e apoio às exportações, cuja criação seria um passo importante no sentido de sinalizar compromisso firme, senão irreversível, com um projeto destinado a dar um “choque” de exportações e aumentar substancialmente a participação do país nas exportações mundiais.

A articulação de um sistema nacional de exportação

Deve-se inicialmente desfazer-se um equívoco no que diz respeito à (falsa) oposição entre o que exportamos e o que deveríamos exportar para o país ganhar participação no fluxo de comércio mundial. A expansão das exportações supõe a exploração de vantagens competitivas que o país já detém em um amplo conjunto de setores, do agrícola (a exemplo das cadeias soja-carne e cana-álcool) e florestal (cujo expoente é a cadeia madeira-celulose), à mineração-metalurgia (centrado em minério de ferro e siderurgia, mas incluindo também o eixo produtivo bauxita-alumina-alumínio), chegando aos bens mais elaborados ou de maior valor agregado (oriundos principalmente dos setores automotivos, aeronáutico e bens de capital). É pouco provável que outros produtos/setores venham substituir nos próximos anos segmentos que proporcionaram na última década um crescimento médio em quantum de 7,34 % e em valor de 6,41% (Tabela 3).

¹³ Ver James Tybout, “Plant- and Firm-Level Evidence on ‘New’ Trade Theories” in J. Harrigan, *Handbook of International Economics*, Basil-Blackwell, 2002, e Sanghamitra Das, Mark Roberts e James Tybout, “Market Entry Costs, Product Heterogeneity, and Export Dynamics,” *mimeo*, Novembro 2001. A fragilidade e o papel marginal das entrantes foram mostrados por estudo recente da Funcex, que indicou que em média 80% das entrantes desiste no primeiro ano, e a participação destas nos total das exportações varia em torno de 2% (1,9% em 2001). Ver Ricardo Markwald e Fernando Puga, “Focando a Política de Promoção de Exportações”, *mimeo*, 2002, e *Gazeta Mercantil*, 17/04/2001, p. A-9.

Tabela 3:
Brasil, América Latina e Sudeste Asiático Crescimento anual
das exportações e como % do PIB 1980-90, 1990-2000

	Volume		Valor		Exportações/PIB (%)	
	1980-90	1990-00	1980-90	1990-00	1980-90	1990-00
Brasil	5,59	7,34	4,73	6,41	10,10	9,04
América Latina	3,76	6,94	3,42	7,42	17,51	18,71
Sudeste Asiático	8,60	10,87	10,19	10,74	66,71	79,90

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, Washington, D.C., 2002.

Ao mesmo tempo, a importância de desenvolver vantagens prospectivas ou potenciais tem por referência o fato de que, com poucas exceções, os produtos da pauta exportadora brasileira estão associados a padrões de demanda caracterizados por baixas taxas de crescimento, e que tem caminhado ao longo do tempo para uma deterioração dos termos de troca e da relação valor/quantum, como percebido no quadro acima. O desafio, portanto, é ampliar o mercado para o que já exportamos, agregando crescente valor aos produtos dentro de uma lógica econômica e de negócio (e não apenas porque maior valor agregado seria mais nobre); e criar as bases competitivas para a entrada em produtos e setores mais dinâmicos. Neste sentido, os eixos da política de comércio exterior seriam a consolidação das atuais vantagens comparativas e o apoio a setores que refletem vantagens emergentes.

A expansão significativa e sustentada das vendas externas supõe um esforço conjunto das diferentes instâncias de governo, e destas com a sociedade civil e o empresariado. A constituição de um *sistema nacional de exportação* teria por objetivo reforçar, dar maior organicidade e eficácia à articulação governo-sociedade, bem como maior visibilidade política aos esforços exportadores. A direção do *sistema* seria do governo federal, por meio do ministério competente, enquanto sua gestão teria por cerne o BNDES. Um conjunto factível e transparente de objetivos e metas seria comunicado periodicamente à sociedade, e acompanhado por um Conselho de Ministros (incluindo o BNDES e o Banco Central), e presidido pelo Presidente.

O *sistema nacional de exportação* estaria voltado para a dinamização da demanda atual e potencial, e a transformação quantitativa e qualitativa da oferta. Seu escopo de atuação seria amplo, mobilizando forças políticas, administrativas e empresariais no sentido de empreender as reformas e mudanças necessárias para a economia brasileira se projetar de forma substantiva nos mercados internacionais.

Todos os elementos críticos – dos sistêmicos aos setorialmente específicos - para a ampliação dos mercados e expansão da oferta em bases competitivas seriam do âmbito de atuação do *sistema nacional de exportação*. Os arranjos institucionais, mecanismos e instrumentos específicos que dariam estrutura e capacidade de implementação ao *sistema* seriam definidos a partir da identificação, hierarquização e especificação da forma de superar as barreiras às exportações do país.

(i) Dinamização da Demanda Externa

O salto das exportações brasileiras virá nos próximos anos com toda a probabilidade pela expansão dos mercados, ou seja, pela transformação *quantitativa* da demanda, com a potencialização dos mercados onde o Brasil já tem um histórico de participação - em particular os EUA e a União Européia - como naqueles que permanecem relativamente novos para o país. Partindo de uma estrutura produtiva complexa e relativamente diferenciada, e alavancado na desvalorização do Real, o país têm obtido avanços significativos em período recente, com ganhos substanciais em mercados novos e emergentes, além daqueles com importância reconhecida (tais como a China, Rússia). Um salto maior irá decorrer de eventual sucesso no processo complexo e multifacetado de negociações comerciais, hoje liderado pelo Ministério das Relações Exteriores (MRE), e pelos esforços mais sistemáticos e estruturados de promoção comercial.

As diretrizes estratégicas do MRE no que tange às negociações comerciais, críticas para reduzir barreiras tarifárias e não tarifárias que ainda caracterizam os principais mercados para produtos brasileiros fortemente competitivos em setores “sensíveis”, parecem ser acertadas: o país apoia o multilateralismo (que é do interesse das economias não dominantes); joga nos três “tabuleiros” – a rodada de Doha, patrocinada pela OMC, as negociações Mercosul-União Européia, e a ALCA; e atribui centralidade ao Mercosul, inclusive pela integração de outras economias do subcontinente. Ainda assim, os resultados são limitados em função não apenas das dificuldades inerentes a reformas mais profundas no comércio internacional (particularmente aquelas de natureza política frente aos grupos organizados de interesse), como também da fragilidade operacional da administração.

Como reforçar os esforços de expandir mercados por meio do processo de negociação? *Primeiro*, pela efetivação de acordos de preferências capazes de facilitar rápida expansão do comércio bilateral, negociando com os parceiros do Mercosul eventuais conflitos, que não devem ser tomados como impeditivos (afinal, e principalmente no caso da Argentina, o Brasil tem sido objetiva e materialmente solidário, refletindo-se em acentuado déficit comercial, o que supõe reciprocidade); *segundo*, pela ampliação dos quadros capacitados para apoiar os negociadores brasileiros nas distintas frentes, recrutando além do governo, no meio acadêmico e empresarial; e *terceiro*, por um envolvimento substancialmente maior da presidência na diplomacia econômica (tal como já o faz no plano político) em defesa dos interesses comerciais brasileiros, que ganhariam mais visibilidade, principalmente nos mercados-chaves dos EUA, União Européia e China.

O país necessita de uma política ativa (e agressiva) de conclusão de acordos e remoção de obstáculos e barreiras às exportações brasileiras, para garantir seu crescimento nos maiores mercados. Este tema necessita adquirir prioridade “zero” não apenas para a diplomacia brasileira como para as instituições de governo envolvidas direta ou indiretamente com o comércio exterior. Estabelecer um anel de interesses em torno do tema, dar sua devida projeção no país e externamente, e propor soluções e trabalhar no sentido de implementá-las, seria o primeiro objeto do *sistema nacional de exportação*.

O processo de *promoção comercial* tem recebido forte impulso desde o início de 2002, com o engajamento do MRE e do meio empresarial. Talvez o que esteja faltando para uma ação mais sistemática, estruturada e de longo prazo, e que independa de quem especificamente comanda os ministérios relevantes, seja um novo compacto público-privado, projetado numa instituição cujo objetivo seja promover a venda de bens e serviços brasileiros. Aqui não se sugere a criação de mais uma “agência” ou órgão semelhante, sujeita a regras de governo e influência política. Mas sim uma organização não governamental, dirigida empresarialmente, e com autonomia e recursos para

promover a venda de produtos e serviços brasileiros, e sem limitações de ordem político-burocrática¹⁴. Esta organização integraria o *sistema nacional de exportação*, que apoiaria e facilitaria administrativamente a atuação do “Time Brasil” - empresários exportadores com alta visibilidade e sucesso, que acompanhariam as viagens internacionais presidenciais e dos ministros, e funcionariam como “embaixadores” de uma nova economia voltada para o mercado global.

(ii) *Transformação da Oferta Exportadora*

Apesar da importância dos esforços de abertura negociada e desenvolvimento de mercados para produtos brasileiros por meio da promoção comercial, seu impacto tem sido necessariamente limitado dado o crescimento vegetativo das principais economias e a forte competição que as caracteriza. Seria essencial, portanto, uma transformação quantitativa e qualitativa da oferta, mobilizando empresas capazes de conquistar de forma não incremental maiores fatias dos mercados externos seja pela sua experiência e competência exportadora, ou ainda articulação com o sistema produtivo global, e atraindo aquelas capazes de mudar progressivamente a composição da pauta exportadora.

A transformação da oferta teria dois níveis de ações programáticas: incentivos aos *vetores empresariais exportadores* e políticas horizontais centradas na *produtividade, inovação e investimento*.

Vetores Empresariais. Quem exporta são empresas, e geralmente grandes empresas (ainda que eventualmente pequenas e médias formem consórcios para melhor penetrar mercados externos). Aí reside o potencial maior de resposta exportadora. Alavancá-lo supõe integrar essas grandes empresas em um sistema que promoveria sua articulação em torno de fortes *plataformas* de exportação setoriais (ou com base na cadeia de valor) ou de substituição competitiva das importações. A constituição destas plataformas em soja-carne, álcool, café, suco de laranja e outros segmentos do agronegócio, siderurgia, química e fármacos, produtos automotivos e eletroeletrônicos, e bens de capital, entre outros, seria apoiada por programas específicos.

Dois seriam os vetores de dinamismo destas plataformas. Primeiro, afiliadas externas de grandes empresas nacionais em mercados exportadores cuja abordagem “arms-length” já tenha se esgotado, e tendo por referência o elemento de complementaridade entre exportações e investimento direto por afiliadas¹⁵. O financiamento do investimento direto de empresas brasileiras em mercados-chave está na fase de estruturação pelo BNDES e deve ser promovido de modo que não se torne apenas um instrumento de caráter excepcional ou cuja complexidade afaste potenciais demandantes¹⁶.

Segundo, a entrada e expansão no país de grandes empresas transnacionais, cuja capacidade de rapidamente penetrarem outros mercados, principalmente via comércio intra-firma, faz necessário um processo ativo e seletivo de atração das que permanecem ausentes do mercado brasileiro e com

¹⁴ A experiência do “Team Canada” e outras de países bem sucedidos nos mercados externos deveria, neste contexto, serem melhor estudadas.

¹⁵ Em uma resenha recente da literature, Saggi aponta que “most existing empirical work usually uncovers a *complementary relationship between exports and foreign affiliate sales.*” (ênfase do autor). A complementariedade é particularmente forte entre a venda de bens finais por afiliadas e de bens intermediários, partes, componentes e conjuntos CKD pela matriz, em um contexto de comércio intrafirma. Ver Kamal Saggi, “Trade, Foreign Direct Investment, and International Technology Transfer: A Survey,” mimeo, 2000.

¹⁶ Especula-se que a nova linha de crédito do BNDES para financiar o investimento direto brasileiro, que será possivelmente lançada ao final de Maio de 2002, deverá ser iniciada com uma operação conjunta com o China Development Bank apoiando a Embraer e a Avic chinesa na construção de uma planta de montagem de jatos comerciais.

forte potencial exportador, e daquelas com potencial a ser explorado, integrando-as no *sistema nacional de exportação*. Neste caso é imprescindível que a impessoalidade das políticas de governo seja substituída por uma interlocução e esforços de convencimento no nível mais elevado.

Ainda que a resposta exportadora esteja concentrada nos grandes exportadores e nas empresas com maior escala de negócios, a transformação qualitativa da oferta se dará, se não primordialmente, mas de forma crescente, a partir de *vetores emergentes*. São estas empresas nacionais, pequenas e médias, geralmente articuladas a partir de “clusters” tecnológicos, cuja base física são universidades e institutos de pesquisa, e menos comumente, parque tecnológicos. A integração das empresas emergentes de base tecnológica ao *sistema nacional de exportação* seria auto-seletiva, na premissa que os empresários tecnólogos e cientistas são capazes de melhor avaliar o potencial exportador dos produtos e serviços inovadores. De qualquer forma, dada a importância de escala no sucesso e sustentação da atividade exportadora, ao integrar-se ao sistema, o compromisso de empresas de base tecnológica e o apoio recebido seria no sentido de ganhar massa crítica (e termos de escala e capacidade de gestão) para poder penetrar e permanecer nos mercados externos.

Políticas Horizontais. O crescimento das exportações irá depender não apenas do apoio direto aos agentes ou vetores exportadores, mas de políticas que promovam primeiro, a competitividade sistêmica, e a redução do chamado custo Brasil¹⁷. Segundo, que estimulem melhorias de produtividade nas empresas, assim como qualidade, inovação e diferenciação de produto, combinado com o aumento da escala de produção com a expansão dos mercados. Escala, tecnologia e produtividade parecem estar fortemente associados à atividade exportadora¹⁸.

Produtividade. Nos últimos anos, a economia brasileira apresentou ganhos substanciais de produtividade, reflexo dos esforços feitos a nível das empresas (sob crescente pressão competitiva) e das escalas crescentes praticadas (na medida que as menos eficientes foram saindo do mercado), assim como da melhoria da infra-estrutura de negócios no país (principalmente em função das políticas que criaram um ambiente econômico mais favorável à atividade produtiva, inclusive uma taxa de câmbio mais competitiva)¹⁹.

Tal qual em outros países, a relação entre produtividade e exportações no Brasil parece ser de natureza causal: as empresas mais produtivas são as mais propensas a exportar num processo de auto-seleção²⁰. Consequentemente, medidas que estimulam maior produtividade estabelecem as

¹⁷ Este tem sido objeto de numeros trabalhos, que geralmente focalizam os elevados custos associados à infraestrutura física (particularmente transporte e portos), às cunhas distorcidas introduzidas pelo regime tributário e sua aplicação, e a obstáculos regulatórios e institucionais, que incluem mas não se limitam à operação do sistema judiciário. Ver, por exemplo, os estudos da Confederação Nacional da Indústria, entre outros.

¹⁸ Estudo recente de João Alberto de Negri e Jorge Saba Arbache mostra de na média as empresas exportadoras brasileiras são seis vezes maiores que as não exportadoras (em termos de pessoal ocupado – 360,45 vs. 62,33), o salário médio anual (em reais) e o tempo de emprego (em meses) cerca de duas vezes maior (9562 vs. 5036, e 60,64 vs. 37,30), e a diferença de anos de escolaridade de cerca de um ano (7,70 vs. 6,67). Ver *Valor*, 10/12/2001, p. A3. Na realidade, a relação parece ser de causalidade: “good firms do become exporters. Future exporters already have most of the desirable performance characteristics several years before they enter the export markets.” Ver Andrew Bernard e J. Bradford Jansen, “Exceptional Export Performance: cause, effect, or both,” *Journal of International Economics* 47 (1999), pp. 1-25.

¹⁹ Enquanto que no período 1985-90 a taxa de crescimento da produtividade total de fatores da indústria brasileira foi de -1,49%, nos anos 1991-97 cresceu a 2,06%, chegando a 2,86% em 1994-97, com a estabilização e retomada do crescimento. Ver José Luiz Rossi Junior e Pedro Cavalcanti Ferreira, “Evolução da Produtividade Industrial Brasileira e Abertura Comercial,” *Texto Para Discussão* no 651, IPEA, Junho de 1999.

²⁰ Ver Marc-Andreas Muendler, “Trade, Technology, and Productivity: A Study of Brazilian Manufacturers,” *mimeo*, Novembro 2001, p. 36. A análise feita por Muendler levou à conclusão que “[W]hen productivity is high, non-exporters start exporting more often, and exporters abandon exporting less frequently...one may interpret the positive effect of higher productivity as close to causal: Higher productivity encourages firms to become exporters.” p. 36.

bases produtivas para a exportação. Assim, o *sistema nacional de exportação* deve reforçar e propor políticas, bem como articular e implementar medidas que levem a aumentos nos níveis de produtividade, não apenas do trabalho, mas também dos outros fatores, e não apenas da indústria, como de outros setores da economia, principalmente serviços.

Neste sentido, é fundamental manter a economia brasileira aberta e competitiva, no interior de um quadro macroeconômico estável. A evidência parece ser clara: o protecionismo – externo ou doméstico – é antitético com os ganhos de produtividade, e certamente após o país ter atingido certo nível de complexidade e diferenciação da estrutura econômica. É a pressão competitiva e as necessidades de ganhar escala que leva às empresas a se tornarem mais produtivas²¹. De forma complementar, é importante apoiar as empresas nos seus esforços de melhorias de produtividade²². No caso de infra-estrutura e outros serviços, é essencial um regime regulatório que estimule a competição e pressione por mais eficiência e menores custos.

Diferenciação de Produto e Inovação. O processo de diferenciação de produto, que por vezes se confunde com *inovação*, está frequentemente associado aos esforços de melhoria de qualidade e produtividade que muitas empresas rotinamente já fazem. Pode-se pensar a inovação como parte de uma trajetória de acumulação de conhecimento e complexidade crescente, cujo ponto de partida na empresa são os esforços centrados em qualidade e produtividade. No país, o salto inovador ainda não aconteceu. Apesar dos ganhos de produtividade na última década e de um compromisso crescente das empresas com a qualidade, na sua imensa maioria as empresas tem envolvimento apenas marginal com a pesquisa aplicada e o desenvolvimento, e geralmente não tem experiência nem cultura de parceria com instituições acadêmicas. Estas, por sua vez, estão em alguns casos significativos, fortemente engajadas com o setor produtivo. Mas, na perspectiva do amplo conjunto de instituições que perfazem o universo de pesquisa no país, e do conhecimento útil acumulado nas suas “prateleiras” e nas equipes das universidades e institutos, estas ligações são ainda incipientes.

Tanto as instituições quanto as empresas se beneficiariam de um vínculo mais denso. Para determinadas atividades de natureza mais imediata ou menos complexa, a exemplo de consultorias específicas, já há iniciativas com resultados palpáveis (a exemplo do disque-tecnologia da USP), e que merecem ser melhor divulgadas e descentralizadas. Porém projetos estruturados e de prazo mais longo, centrados na inovação (e diferenciação de produto), e cujo impacto pode ser substancial e material nas exportações (ou na substituição de importações), necessitam de um ponto focal, geralmente uma empresa líder²³.

²¹ A produtividade é igualmente impactada pelos esforços de abertura e expansão dos mercados, com a redução das barreiras e o estímulo à demanda, que possibilitam às empresas praticarem escalas mais elevadas. Neste sentido, a dinamização da demanda é fortemente complementar à transformação da oferta. Ver Keith Head e John Ries, “Rationalization effects of tariff reductions,” *Journal of International Economics* 47 (1999), 295-320, para uma análise do impacto do acordo de livre comércio EUA-Canada ea partir de um painel de 230 setores industriais canadenses. O estudo sugere os principais fatores que contribuíram para um aumento de 34% na produção por estabelecimento nos seis anos que se seguiram ao acordo foram a expansão das escalas propiciadas pela redução das barreiras tarifárias americanas (9,8%); as mudanças da composição da produção no sentido de indústrias com escalas mais elevadas (12%); e a depreciação do dólar canadense (10%). Vale notar que nesse período o número de estabelecimentos decresceu em 21%, sendo que a redução das tarifas canadenses teve um efeito adverso na escala nas plantas remanescentes estimado em 8,5%.

²² A título de exemplo, deve se incentivar a todas as empresas médias e grandes, exportadoras ou não, a estabelecerem níveis mínimos de educação para seus empregados num horizonte de 24 meses, por exemplo (no caso segundo grau), dado o forte vínculo entre educação e produtividade; financiar consultoria de melhores práticas internacionais; e estimular as mesmas práticas ao longo da cadeia de valor.

²³ Como tem sido a Petrobrás neste últimos anos no caso do Procap, o bem sucedido programa de exploração de águas profundas.

Para engajar as empresas são necessários incentivos materiais tangíveis, e que sejam direcionados em tempo hábil, e de forma desburocratizada, tanto aos esforços endógenos inovadores quanto àqueles que têm por base vínculo estruturado com as instituições. Contudo, a estrutura de incentivos ao P&D empresarial permanece débil, e as agências de apoio são por vezes excessivamente lentas na resposta às demandas empresariais. Caberia aos gestores do *sistema nacional de exportação* trabalhar em conjunto com o Ministério de Ciência e Tecnologia, de forma a potencializar e tornar mais relevante para a atividade produtiva o atual sistema de incentivos (atualmente concentrados nos Fundos Setoriais e Verde-Amarelo), integrando o financiamento ao P&D em uma estratégia de apoio à atividade produtiva e às exportações.

Desenvolvimento do mercado de capitais e poupança doméstica

Os desequilíbrios que desestimulam o investimento – seja por aumentar seus custos ou reduzir sua demanda – são reforçados pela própria insuficiência de investimento. O crescimento do produto (renda) e das exportações dependem ambos do investimento, cujas bases se vêem fragilizadas pelos elevados déficits (e endividamento decorrente), um custo de capital que reflete o risco do país associado ao seu histórico de dificuldades de servir uma dívida crescente (em termos absolutos e como proporção do PIB), e uma pressão tributária que aumenta na medida que os gastos do setor público se expandem (principalmente na sua dimensão previdenciária) e se exige um superávit que garanta a capacidade do setor de servir a dívida. Sair desse ardid requer criar as condições econômicas e institucionais para o aumento da poupança.

Os povos poupam por um conjunto de razões em certa medida desconhecida. Há elementos histórico-culturais, fruto da própria experiência e hábitos adquiridos; e há elementos de expectativa futura, inclusive quanto aos níveis de renda permanente esperados e desejáveis. Ainda que nível de renda presente tenha clara influência sobre os níveis de poupança, aquele nem sempre se correlaciona com o hábito de poupar em si (indicado pelas taxas de poupança). Além de variáveis estruturais, há indicações que políticas e instituições econômicas são determinantes para promover ou desestimular a poupança doméstica.

Historicamente, o processo de industrialização foi precedido e posteriormente acompanhado de um aumento da poupança, por vezes arrancada à força dos povos colonizados, do campesinato, e mesmo da aristocracia, e sob arranjos institucionais diversos. A consolidação dos Estados Nacionais e o advento do monopólio da taxaço aumentou o grau de eficiência do processo de mobilização de recursos, cujo caráter discricionário e involuntário se acentuou na medida do aumento das necessidades de financiamento do setor público, seja em função das demandas de investimento em infra-estrutura, seja na provisão de serviços para uma população crescente e numa fase anterior à transição demográfica. A acumulação no setor privado numa época posterior à pirataria, à barbárie contra os povos colonizados e às formas mais explícitas de exploração e captura de excedentes fora das fronteiras dos países em processo acelerado de industrialização, passou a se dar via retenção de lucros e com o apoio de um incipiente mercado de capitais, via lançamento de bônus e ações. Já em meados do século XIX este vivia períodos alternados de euforia e depressão, os primeiros geralmente associados a fatos exógenos – descobertas minerais, inovações revolucionárias, fins de guerras, além de bolhas especulativas que há muito arrastam investidores sob um impulso coletivo de ganância e medo de perder a oportunidade de ganhos rápidos.

De qualquer forma, a poupança doméstica era basicamente o combustível da acumulação de capital físico e financeiro, seja sob a égide do Estado seja do setor privado. Com a consolidação das economias nacionais, ganharam proeminência elementos do sistema financeiro e do mercado de capitais domésticos emergentes, ainda que os Estados também lançassem mão de empréstimos externos para fazer frente às suas necessidades de financiamento. Mas o caráter incipiente do

desenvolvimento do mercado internacional de capitais não permitiu que o financiamento da acumulação, inclusive nas economias de industrialização tardia (a exemplo de França, Alemanha e posteriormente Rússia), tivesse na sua essência outras bases que não a doméstica.

Tributação e retenção de lucros (ou outras formas de excedente econômico), e arranjos institucionais que estimulavam ou ratificavam uma certa propensão à poupança da população, foram igualmente os processos que forneceram os recursos e impulsionaram o desenvolvimento, industrialização e expansão internacional dos países emergentes nos últimos 40-50 anos: os Asiáticos (Japão originalmente, China, Coreia, Malásia, Taiwan, Singapura, e mais recentemente Índia), e os Europeus (a exemplo da Espanha), entre outros. Não que o investimento direto tenha tido papel marginal: na maioria desses países foram importantes, porém menos em termos de poupança agregada. O papel crucial desses investimentos foi na introdução de novas tecnologias, práticas gerenciais, acesso a mercados. Já o investimento de portfólio é fenômeno mais recente.

A noção de que o “capital se faz em casa” foi se dissipando na medida em que avançou o processo de globalização, tanto na sua dimensão produtiva, como e principalmente, enquanto expansão do volume e aumento da velocidade das transações financeiras transfronteiras. No pós-guerra, e principalmente a partir da década de 60, os governos dos países desenvolvidos e instituições multilaterais de financiamento, e posteriormente os grandes bancos comerciais, e mais recentemente uma multiplicidade de agentes privados, vêm participando de forma cada vez mais acentuada no movimento de recursos tanto de curto quanto de longo prazo. A expansão desse fluxo é (ou pode ser) uma alavanca para o desenvolvimento; mas sua volatilidade representa um risco considerável.

A questão do risco que os países assumem ao liberalizar sua conta de capital – no sentido da velocidade com que enormes massas de capital se deslocam ora a procura de retornos mais elevados, ora em busca de proteção – tem facetas ainda pouco compreendidas²⁴. É certo que quanto mais frágeis e menos desenvolvidos os mercados domésticos de capitais, menores as taxas de poupança, e mal geridas e pouco transparentes a política econômica e seus resultados, mais os países estarão sujeitos a bruscas oscilações dos fluxos de capitais. É igualmente certo que países com elevados níveis de poupança (e sistemas financeiros sólidos) estão de modo geral mais protegidos dos riscos associados à interdependência financeira.

O que é menos claro é como a integração aos mercados internacionais, e a volatilidade associada a este processo, afeta a poupança doméstica de países caracterizados por mercados menos desenvolvidos, fazendo com que investidores domésticos se afastem, ao levá-los a procurar proteção em mercados mais sólidos ou que oferecem maiores níveis de garantia. Na medida que o isolamento do país em relação aos mercados internacionais de capital não é na prática possível (nem desejável) – ainda que restrições de entrada a capitais de curto prazo sejam preferíveis à sobrevalorização de ativos numa bolha especulativa e à acumulação de reservas altamente voláteis - o desenvolvimento do mercado doméstico de capitais se torna imprescindível para a elevação das taxas de poupança, proteção do país e consequente redução do custo de capital.

²⁴ O impacto potencialmente adverso da livre movimentação dos capitais têm sido assinalado por diversos analistas. Em recente coluna, o ex-Ministro A. Delfim Netto observou que “os países em vias de desenvolvimento precisam da continuidade dos investimentos produtivos, da completa utilização da capacidade instalada e de nível alto e estável de emprego, além de uma ampliação permanente de seu setor externo para garantir sua solvabilidade. Nesse caso, a desabrida liberdade de movimento de capitais exige vigilância permanente. Os países hoje desenvolvidos beneficiaram-se da parte positiva da liberdade de movimento dos capitais...hoje são economias consolidadas, nas quais os movimentos de entrada e saída dos capitais são fenômenos pouco perturbadores. Não há a mesma simetria com os países em vias de desenvolvimento, como o Brasil. Vendemos nossa infraestrutura para financiar os deficits em conta-corrente e construímos um imenso passivo externo que deve ser serevido a qualquer custo, o que nos colocou em situação de horrível dependência externa.” Ver Valor, 9/04/2002, p.A1. A consequência lógica do argumento (não explicitado no artigo) é que não há saída fora de um aumento significativo da poupança doméstica.

No Brasil, há um crescente interesse e preocupação com o desenvolvimento do mercado de capitais, dado seu papel estratégico (ainda que por vezes pouco compreendido) no aumento da taxa de poupança, redução dos custos de capital e crescimento econômico. De fato, o sistema financeiro do país e seu mercado de capitais é relativamente pequeno quando comparado ao de países industrializados e de economias emergentes, seja ele medido em termos do volume de crédito bancário ao setor privado como proporção do PIB (em torno de 30% no país, mas que se aproxima de 55% no Chile, 70% nos EUA e 125% na União Européia), capitalização do mercado acionário (aproximadamente 25% no Brasil, 75% no Chile, 50-60% na Europa continental, e acima de 100% nos EUA e Inglaterra), e saldo de títulos emitidos pelo setor privado não financeiro (apenas 3,7% no Brasil versus 45,8% na União Européia e 59,2% nos EUA)²⁵.

Não cabe aqui reproduzir propostas que têm sido feitas nos últimos anos com o intuito de diminuir a defasagem entre o desenvolvimento dos setores financeiro e produtivo do país²⁶. Este é um tema que concentrou atenção de relativamente poucos analistas, e foi dominado por questões mais prementes ligadas à estabilização da economia. Porém é importante sublinhar que recentemente houve uma mudança qualitativa no debate e avanços significativos, em que duas instituições têm sido instrumentais: o Banco Central, pelo interesse demonstrado pelo seu presidente e sua influência junto a diferentes instâncias do governo, e o BNDES, inclusive pelo seu papel de promover a adesão às regras e migração de empresas para o Novo Mercado, com critérios mais rígidos quanto à transparência, proteção a acionistas minoritários e de boa governança, e que no seu conjunto têm demonstrado que levam a uma valorização das empresas.

A percepção, contudo, é que falta um programa crível, articulado de forma mais estruturada (e não apenas uma lista de demandas), e que projete no tempo as mudanças requeridas e os resultados econômicos esperados, quantificando custos e benefícios (diretos e indiretos). Ao mesmo tempo, deve-se explicitar as condições de entorno, seja institucionais ou econômicas, necessárias para a eficácia de um tal programa. Em primeiro lugar, a continuidade da estabilidade macroeconômica, cuja ausência explica em grande medida o subdesenvolvimento do mercado de capitais no país, e cujo corolário inevitável será a redução das taxas nominal e real de juros. Segundo, uma reforma tributária que reduza ou elimine as principais cunhas entre captação e alocação de recursos ao setor privado. E terceiro, uma melhoria significativa na implementação (*enforcement*) da legislação e do regime regulatório que ordena o mercado, de modo a impor, em tempo hábil, penalidades claras e substanciais, cíveis e criminais, àqueles que promovam o descrédito e o esvaziamento do mercado de capitais.

O resultado esperado da reforma e desenvolvimento do mercado de capitais seria um substancial aumento da poupança doméstica. A retomada do crescimento, como modelado na seção anterior, tem por premissa uma elevação da poupança de de um patamar de 16,9% do PIB em 2001-2002, para uma média de 18,6% em 2003-2006, e 20,7% e, 2007-2010. Esta mobilização de recursos, por sua vez, é crucial para sustentar os investimentos necessários ao crescimento, sem uma ruptura do equilíbrio externo.

²⁵ Carlos Antonio Rocca, Soluções para o Desenvolvimento do Mercado de Capitais, José Olympio, 2001, pp. 40 e seq. Os dados referem-se ao ano de 1997 (Brasil) e 1995 (EUA e União Européia).

²⁶ Para uma visão de conjunto, ver Rocca, ibid., e o Plano Diretor proposto no 17o Congresso Nacional da ABAMEC, cuja ênfase foi na importância da governança corporativa para a capitalização das empresas e na redução ou eliminação dos custos (de transação e outros) associados à operação das empresas e investores no mercado de capitais, e que impedem o desenvolvimento tanto do mercado acionário quanto de mercados secundários. Ver Valor, 8 de abril de 2001.

O engajamento do *sistema nacional de exportação* no desenvolvimento do mercado de capitais é necessário não apenas do ponto de vista de expansão da oferta exportadora, pois como já argumentado, um aumento da poupança doméstica no país é que dará suporte a taxas mais elevadas de investimento, a criação de capacidade produtiva em bens transáveis, a incorporação de tecnologias mais atualizadas e o consequente aumento da produtividade. Igualmente importante a médio e longo prazo é a transformação qualitativa da oferta, com a progressiva mudança da pauta para bens e serviços de valor agregado e demanda em rápido crescimento, e que irá depender de uma oferta mais elástica de capital de risco, particularmente aquele voltado ao financiamento de empresas emergentes e de base tecnológica.

Conclusão

O desafio do crescimento sustentado está no fato de que alcançá-lo supõe, no contexto de um regime macroeconômico estável e de incentivos econômicos positivos, superar um conjunto de restrições interrelacionadas, estabelecendo uma trajetória virtuosa, onde a acumulação de fatores, as mudanças tecnológicas e os ganhos de produtividade decorrentes se reforcem reciprocamente. É exatamente a natureza sistêmica e complexa deste processo que pede uma abordagem estruturada e não trivial à definição da estratégia e das políticas de transformação econômica.

Este trabalho tentou demonstrar que, no caso do Brasil, a retomada do crescimento depende de um processo de realimentação dinâmica entre exportação, investimento, poupança e consumo, e que o ponto de partida para um círculo virtuoso de crescimento seria a expansão das exportações (e da produtividade), seguida do crescimento do investimento sustentado por níveis de poupança doméstica crescentes.

A expansão das exportações estaria baseada na estruturação de um *sistema nacional de exportação* voltado para a dinamização da demanda atual e potencial, e a transformação quantitativa e qualitativa da oferta. Inicialmente, o aumento da oferta estaria calcado em ganhos de produtividade e novos investimentos – não apenas na produção de bens transáveis como na própria infra-estrutura do país. Já a transformação qualitativa da oferta, com a mudança da pauta de exportações, resultaria, de um lado, do investimento exportador em novas plataformas e, de outro, de um esforço maior de inovação, diferenciação de produto e mudança tecnológica –a partir tanto da capacidade endógena das empresas, quanto da que reside nas universidades, institutos e redes de pesquisa.

Finalmente, este trabalho enfatiza uma dimensão essencial do processo de retomada do crescimento, relacionado ao nível incipiente de poupança doméstica e à volatilidade inerente aos fluxos externos. O desenvolvimento dos mercados de capitais e a redução dos custos de financiamento, assim como da cunha tributária, possibilitaria a mobilização de recursos essenciais para sustentar o crescimento da economia do país.

ANEXO I

Resultados da estimação do VAR para taxa de crescimento da capacidade

produtiva (Y), taxa de investimento (I) e taxa de exportações líquidas (X)

Período de estimação: 1992.3-2001.3

Equação de Y

	Coefficiente	D.P.	valor-t	t-prob
Y_1	0.673611	0.1371	4.91	0.000
I_1	0.000304112	0.0003802	0.800	0.429
X_1	0.000177261	0.0001483	1.20	0.241
Constante	-0.00358186	0.006987	-0.513	0.612

sigma = 0.00209612 RSS = 0.000144993207

Equação de I

	Coefficiente	D.P.	valor-t	t-prob
Y_1	25.4949	49.38	0.516	0.609
I_1	0.735910	0.1370	5.37	0.000
X_1	0.213393	0.05344	3.99	0.000
Constante	5.38974	2.517	2.14	0.040

sigma = 0.755194 RSS = 18.82049551

Equação de X

	Coefficiente	D.P.	valor-t	t-prob
Y_1	332.734	145.2	2.29	0.028
I_1	-1.59532	0.4027	-3.96	0.000
X_1	-0.0229943	0.1571	-0.146	0.885
Constante	27.9633	7.401	3.78	0.001

sigma = 2.22025 RSS = 162.6732148

log-verossim.	60.5063786	-T/2log Omega	218.008556
Omega	7.62371891e-006	log Y'Y/T	-9.88257033
R^2 (LR)	0.850682	R^2 (LM)	0.418574
no. observações	37	no. parâmetros	12
AIC	-11.1356	SC	-10.6131
HQ	-10.9514	FPE	1.49425e-005

Teste de significância conjunta dos regressores (exceto constante):
 F(9,75)= 9.94922 [0.0000] **

Correlação dos resíduos do VAR (D.P. na diagonal)

	Y	I	X
Y	0.0020961	0.10615	0.24388
I	0.10615	0.75519	-0.21908
X	0.24388	-0.21908	2.2202

Correlação entre observado e ajustado

	Y	I	X
	0.76638	0.78105	0.62447

ANEXO II
Projeções anuais para as principais variáveis macroeconômicas
numa trajetória sustentável 2002-2010

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
PIB (var.%)	1,51	2,80	3,71	4,23	4,28	4,31	4,49	4,74	4,94	5,14
Investimento (var.%)	1,75	2,20	4,46	5,51	6,09	6,14	5,84	5,70	5,90	5,52
Consumo (var.%)	0,70	2,59	3,31	3,73	3,81	3,80	4,11	4,47	4,68	5,09
Taxa de Investimento (%PIB)	19,42	19,30	19,46	19,73	20,10	20,48	20,76	20,97	21,17	21,27
Poupança Bruta (%PIB)	20,97	20,80	20,96	21,23	21,60	21,98	22,26	22,47	22,67	22,77
Poupança Externa (%PIB)	4,20	3,79	3,25	2,99	2,69	2,41	2,14	1,91	1,72	1,57
Poupança Nacional (%PIB)	16,76	17,01	17,71	18,24	18,91	19,57	20,12	20,56	20,96	21,19
Exportações (US\$ milhões)	58.200,00	60.677,46	64.632,18	69.630,50	75.138,22	81.701,39	89.110,43	97.624,45	106.587,63	116.284,68
Exportações (var.%)	5,65	4,26	6,52	7,73	7,91	8,73	9,07	9,55	9,18	9,10
Importações (US\$ milhões)	55.580,00	56.770,70	59.546,06	63.285,35	67.971,17	73.438,93	79.784,16	87.280,86	95.305,78	104.572,80
Importações (var.%)	-0,21	2,14	4,89	6,28	7,40	8,04	8,64	9,40	9,19	9,72
Balança Comercial (US\$ milhões)	2.620,00	3.906,76	5.086,12	6.345,15	7.167,05	8.262,46	9.326,28	10.343,59	11.281,85	11.711,88
Transações correntes (US\$ milhões)	-22.536,48	-22.000,00	-20.000,00	-19.500,00	-19.000,00	-18.500,00	-18.000,00	-17.500,00	-17.000,00	-17.000,00
Passivo Ext. Líquido (US\$ milhões)	338.873,12	353.093,81	365.203,47	376.282,65	386.357,86	395.479,32	403.694,70	411.524,32	418.487,45	425.102,43
Passivo Ext. Líq./Exp. bens e serv. não fat.	5,41	5,42	5,28	5,06	4,82	4,53	4,24	3,95	3,67	3,42
Inflação - IGP-DI (%)	10,00	6,29	4,61	4,73	4,48	4,38	4,28	4,41	4,94	5,04
Taxa de câmbio (R\$/US\$)	2,42	2,45	2,50	2,58	2,60	2,59	2,59	2,59	2,64	2,67
Taxa de câmbio real (2000 = 100)	120,80	117,70	118,01	118,91	117,47	115,29	112,98	111,51	111,68	110,85
Taxa de juros - SELIC (%)	17,50	18,25	16,50	14,50	13,00	12,79	12,59	12,85	13,98	14,21
Taxa de juros real (%)	8,90	11,25	11,37	9,33	8,16	8,06	7,96	8,09	8,62	8,72
Dívida Líq. Setor Público (%PIB)	53,36	54,66	55,65	55,29	54,23	53,26	52,41	51,97	51,88	51,73
NFSP - primário (%PIB)	-3,66	-3,20	-3,20	-3,20	-3,20	-3,00	-2,70	-2,20	-2,00	-2,00