

Observatório da economia global

Textos Avulsos - nº 4 - Agosto, 2010

O DESENVOLVIMENTO BRASILEIRO PÓS-CRISE FINANCEIRA: OPORTUNIDADES E RISCOS*

*Ricardo Carneiro***

Introdução

Nos cinco anos que vão de 2004 a 2008, o Brasil exibiu fortes indícios de ter superado o longo período de baixo dinamismo econômico, que se iniciou com a crise da dívida nos anos 1980 e permaneceu durante toda a era da dominância das políticas de corte liberal até meados dos anos 2000. Nesse quadro, de maior dinamismo doméstico, e cenário internacional benigno, sobreveio a crise financeira global, reconhecidamente a mais intensa e relevante desde a Grande Depressão.

Examinar as possibilidades de continuidade ou mesmo aceleração do desenvolvimento brasileiro, neste novo contexto, supõe considerar duas questões distintas, mas inter-relacionadas: qual será o novo perfil do crescimento internacional após a crise e quais suas implicações sobre a dinâmica de crescimento recente no país. Isso exige avaliar os contornos gerais desse novo padrão internacional e de como esses novos parâmetros interagem com as principais características do estilo de crescimento doméstico recente.

* Texto preparado para o 7º Fórum de Economia da FGV-SP.

** Professor Titular do Instituto de Economia e Diretor do Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica da Unicamp. Bolsista do IPEA/PNPD.



Para analisar essas questões esse texto divide-se em vários itens nos quais se examinam os principais aspectos do crescimento recente – internacional e doméstico – destacando para o caso brasileiro os seus principais obstáculos. Assim, com base em literatura conhecida e consagrada, recuperam-se os principais aspectos do padrão da economia internacional, no período da globalização, enfatizando suas principais características domésticas e articulações internacionais para examinar prospectivamente como a crise os afetará. Em seguida, analisa-se com mais detalhe as características do desenvolvimento recente no Brasil com ênfase nos seus determinantes. São postas em relevo questões como o peso da demanda doméstica *vis a vis* a externa; os fatores responsáveis pelo desempenho da primeira com destaque para os elementos dinâmicos do consumo e do investimento e, os fatores limitantes à manutenção do dinamismo observado no período recente.

1 Crise global: implicações sobre o padrão de crescimento

A literatura que discute as características do crescimento durante a globalização destacou com grande ênfase os crescentes desequilíbrios que lhes foram inerentes. Do ponto de vista doméstico, uma propensão à formação de bolhas de preços de ativos – a última das quais engendrou a crise financeira – e um profundo desequilíbrio nos fluxos de comércio e de capitais, com os EUA e outros países desenvolvidos incorrendo em déficits comerciais recorrentes e crescentes e financiando-os, com base na qualidade superior de suas moedas, por meio de acréscimos correspondentes nos seus passivos externos.¹

A despeito da enorme controvérsia acerca da sustentabilidade desse padrão do ponto de vista internacional – posta em relevo, por exemplo, pela polêmica entre Dooley et al (2003) e Eichengreen (2004) – não restam dúvidas de que a crise

¹ É caudalosa e quase inesgotável a literatura que trata da globalização em suas várias dimensões. Na caracterização feita acima, seguimos de perto a interpretação proposta por Aglietta e Berrebi (2007), Chesnais, F. et al (2004); Guttman (2008); Belluzzo (1997); Tavares e Belluzzo (2004).

financeira, que eclodiu em 2007 e que teve como epicentro os EUA e o segmento do sistema financeiro das hipotecas *subprime*, pôs em cheque os esquemas de crescimento até então prevalecentes e, com eles o arranjo internacional subjacente.

Na enorme complexidade e variedade dos aspectos desta crise, dois deles merecem maior destaque pela sua articulação com o padrão de crescimento dos países periféricos: o fundamento da sustentação do crescimento da demanda nominal nos países centrais, em especial os EUA, e os seus mecanismos de transmissão para a economia global. No primeiro caso o destaque vai para a trajetória de endividamento das famílias como substrato do aumento do consumo e, no segundo, para o déficit externo e seus efeitos sobre os padrões de comércio global.

O endividamento de famílias e empresas com base na ampliação de seus patrimônios decorrentes das bolhas de preços de ativos, e relativamente, desconectado do crescimento da renda e do fluxo de lucros, foi o principal mecanismo de expansão do gasto autônomo em consumo e investimento nos EUA. O consumo, principalmente, dado o seu peso elevado nessa economia constitui-se no principal motor do aumento da demanda agregada. Contrastando com o desempenho do setor privado, o setor público, tanto no âmbito local quanto federal, contribuiu muito menos – em alguns anos negativamente – para esta ampliação. Tudo isto ocorreu em simultâneo – *et pour cause* – com o peso crescentemente negativo da demanda externa na dinâmica do crescimento desse país.² (Tabela 1).

² Uma análise exaustiva dos mecanismos de crescimento da economia americana durante a globalização foi feita por Godley e pode ser encontrada nas suas várias publicações no Levy Institute, disponíveis em <http://www.levyinstitute.org/publications/>.

Tabela 1
EUA: taxas de variação do endividamento dos agentes

Anos/Trimestres	Total	Famílias	Empresas	Gov. Locais	Gov. Federal
2000	5.0	9.1	9.3	1.4	-8.0
2001	6.3	9.6	5.7	8.8	-0.2
2002	7.4	10.8	2.8	11.1	7.6
2003	8.1	11.8	2.3	8.3	10.9
2004	8.8	11.0	6.2	7.3	9.0
2005	9.5	11.1	8.7	10.2	7.0
2006	9.0	10.1	10.6	8.3	3.9
2007	8.7	6.7	13.1	9.5	4.9
2008	6.0	0.3	5.4	2.1	24.2
2009	3.1	-1.7	-2.5	4.8	22.7
2009Q1	3.8	-1.2	-0.7	4.7	22.6
2009Q2	4.3	-1.6	-2.9	4.0	28.2
2009Q3	2.7	-2.5	-3.0	5.6	20.6
2009Q4	1.3	-1.6	-3.5	4.6	12.6
2010Q1	3.5	-2.4	0.0	4.3	18.5

Fonte: Federal Reserve; Flow of Funds.

O ano de 2007, no qual se inicia a crise das hipotecas *subprime*, marca a inflexão nesse padrão de crescimento. A partir de então, se assiste a uma desaceleração e, posterior contração do endividamento das famílias e das empresas, e, uma expansão do endividamento do setor público federal em razão da sua ação anti-cíclica. As evidências, quanto à incapacidade de restauração desse padrão, são indisputáveis até o início de 2010: estabilização dos níveis de endividamento das empresas com persistente contração desse indicador para as famílias. Em resumo, as fontes de gasto autônomo com origem privada estão contribuindo negativamente para o crescimento do PIB americano e nada indica a sua reversão.

A questão de fundo neste comportamento diz respeito aos níveis elevados de endividamento – medido contra a renda disponível – assumido por esses agentes e principalmente pelas famílias durante o ciclo de expansão. A perda de valor dos ativos, com o estouro da bolha, desvelou o quanto excessivo ele era, induzindo a uma atitude oposta à do período de expansão, com o intuito de recompor níveis de endividamento mais de acordo com a renda e com o patrimônio diminuído. A consequência dessa nova postura foi uma contração significativa da demanda de

consumo, e, da demanda agregada. O ponto crucial a destacar é que não há nada que sugira ou indique uma reversão desse comportamento. Aliás, ele é típico de momentos marcados por crises financeiras que engendram desequilíbrios patrimoniais expressivos.

O padrão de crescimento da economia americana, e em menor escala de várias economias desenvolvidas deu origem a um persistente déficit em transações correntes desses países, tendo como contrapartida o *export led growth* de diversos países periféricos, em particular os asiáticos. Na verdade, como assinalam autores como Nolan (2002), as raízes desses desequilíbrios são mais profundas e estão associadas às mudanças no padrão de concorrência, que ocorre na globalização e, que tem como essência o *outsourcing* ou a deslocalização de parcela expressiva da produção industrial dos países avançados em direção à periferia, com destaque para os da Ásia em desenvolvimento.

A combinação desses dois movimentos deu origem a um padrão de crescimento muito extrovertido, com o comércio internacional crescendo a taxas mais elevadas do que os PIBs dos países. Os dados da tabela 2, abaixo, mostram nos anos 1990 e 2000 uma significativa progressão da abertura das economias sem exceções. Alguns países participam desse processo com mais intensidade, como foi o caso daqueles do Leste Asiático e Pacífico, contrastando com os pertencentes à América Latina, onde a intensidade foi mais reduzida. Dentre os desenvolvidos, o grande destaque foi para a Alemanha cujo desempenho contrasta com o do Japão e dos Estados Unidos. Para aqueles países – emergentes ou avançados – que conseguiram se adequar a essas tendências, o *export led growth* foi uma mecanismo crucial de dinamização do crescimento durante o período.

Diante do esgotamento dos mecanismos que induziram o crescimento na economia global desde os anos 1990, *i.e.* a ampliação do gasto privado, mormente de consumo, por meio do endividamento, é muito provável que a extroversão da

economia global também se estabilize ou desacelere tornando menos dinâmicos os esquemas de crescimento baseados no *export led growth*. Além da perda geral de dinamismo esta tendência, também, estaria sustentada pelo menor papel da economia americana como motor do crescimento global. Olhando o problema de outra perspectiva pode-se inferir que os países em geral, e particularmente, os periféricos teriam que buscar dinamismo nas fontes associadas à demanda doméstica. Desse ponto de vista países de menor extroversão e grandes mercados internos se posicionariam melhor nesse novo padrão.

Tabela 2
Corrente de Comércio
% do PIB de países e regiões selecionados

	1980	1985	1990	2000	2007
Países de alta renda	39,6	39,2	38,1	48,3	56,0
Alemanha	45,3	51,9	49,7	66,4	87,0
Estados Unidos	20,8	17,2	20,5	26,3	29,0
Japão	28,4	25,3	20,0	20,5	34,0
América Latina e Caribe	27,7	27,6	31,5	41,3	47,0
Brasil	20,4	19,3	15,2	21,7	26,0
México	23,7	25,7	38,3	63,9	58,0
Leste Asiático e Pacífico	33,6	33,1	47,2	66,8	84,0
China	21,7	24,0	34,6	44,2	71,0
Coréia	72,0	63,4	57,0	74,3	82,0
Ásia meridional	20,9	17,4	20,3	30,1	46,0
Índia	15,6	13,0	15,7	27,4	46,0
África sub-saariana	62,6	53,8	51,8	63,2	70,0
África do Sul	62,7	54,0	43,0	52,8	66,0
Rússia	n.d	n.d	36,1	68,1	52,0
Mundo	38,5	38,0	38,3	49,1	58,0

Fonte: Macedo e Silva (2010) apud Banco Mundial. World Development Indicators Online.

Um outro aspecto dos impactos da crise, na dinâmica do crescimento global, diz respeito ao papel que desempenha e poderá desempenhar a China. Uma das principais forças motrizes do crescimento chinês, desde aos anos 1990, foram as exportações líquidas, com afeito significativo sobre o investimento induzido. Como mostra Medeiros (2010), associado a esse fator, o desempenho do investimento

autônomo vinculado às obras de infra-estrutura constituiu-se em outra vertente crucial do crescimento.

No plano da inserção externa, a China beneficiou-se do *outsourcing* e da extroversão do crescimento, característicos da globalização, obtendo superávits comerciais sistemáticos e elevados com a maioria dos países da OCDE e, em particular, com os EUA. Em simultâneo atuou como correia de transmissão desses estímulos, oriundos das exportações líquidas, para os países asiáticos em desenvolvimento, em especial, para aqueles do Sudeste asiático e do Asean por meio de déficits comerciais. Como mostra o documento da CEPAL (2006), a China constitui-se como uma espécie de plataforma de exportação da Ásia em desenvolvimento, o que implicou crescentes níveis de integração regional via comércio intra-industrial e IDE.

A desaceleração do crescimento nas economias desenvolvidas certamente afetará a China, no que diz respeito ao dinamismo das suas exportações líquidas. O ponto central é em qual magnitude, o que envolve a capacidade desse país em compensar parcialmente a perda potencial de mercados nessas economias por outros mercados localizados nas demais economias em desenvolvimento. O efeito final, que isto ocasionará na taxa de crescimento da economia chinesa, também, dependerá da capacidade desse país em substituir demanda externa por demanda doméstica. A solução para essa questão envolve conflitos e interesses de diversas ordens como apontado por Medeiros (2010). De qualquer modo, a reorientação, mais ou menos radical do crescimento chinês, implicará uma menor extroversão dessa economia e um efeito contraditório sobre o comércio internacional.

O efeito contraditório, aludido acima, pode ser ilustrado pela natureza das relações comerciais da China com países da América Latina, tal qual analisado pela CEPAL (2010). Alguns aspectos destas relações merecem destaque: a) a China se tornou o parceiro comercial mais dinâmico da região nos anos 2000; b) a despeito de

se constituir como importante destino das exportações da região, o papel de fonte de importações é mais relevante acarretando déficits comerciais sistemáticos – maiores na América Central e México e menores na América do Sul; c) a pauta exportadora da região para a China é muito concentrada – acima de 80% – em produtos primários e seus processados, enquanto a pauta de importações compõem-se quase exclusivamente de manufaturas.³

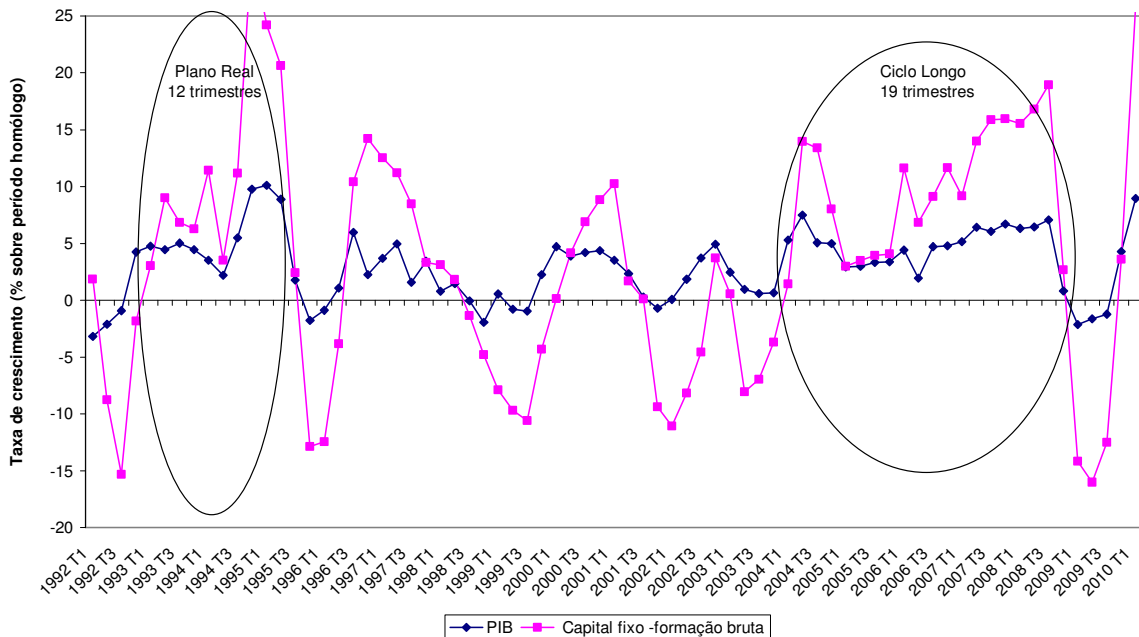
Esse padrão de articulação, na medida em que a China mantenha taxas de crescimento elevado, beneficiará indiscutivelmente países produtores de *commodities*, dentre eles aqueles da América do Sul. Mas, o efeito será contraditório em países de estrutura produtiva mais complexa como o Brasil. Estes serão estimulados pelo crescimento das importações de matérias-primas da China, mas, enfrentarão uma crescente concorrência das manufaturas chinesas nos seus próprios mercados e nos mercados, que tradicionalmente já ocupam. Nesse caso é muito provável que a competitividade chinesa, fundada em níveis mais altos de produtividade e numa taxa de câmbio desvalorizada, termine por prevalecer e subtrair mercados desses países competidores.

2 Dinâmica do crescimento recente no Brasil

Como já assinalado na Introdução deste trabalho, o Brasil experimentou entre 2004 e 2008 uma forte aceleração do crescimento da sua economia num ciclo de crescimento de duração e intensidade há muito não observados. Durante o período de vigência do neoliberalismo, que se inicia, grosso modo, no início dos anos 1990, há apenas um período de crescimento de intensidade similar, o do Plano Real, no qual a economia cresce 5,2% a.a contra 4,8% a.a. no período recente, mas com menor duração; cerca de 12 trimestres contra os 19 trimestres do ciclo do Governo Lula. (Gráfico 1).

³ Esse quadro geral comporta variações, pois as *maquilas* da América Central e do México são responsáveis por um comércio mais concentrado em partes e peças.

Gráfico 1
 PIB e investimento: trajetórias



Fonte: FIBGE, Contas Nacionais.

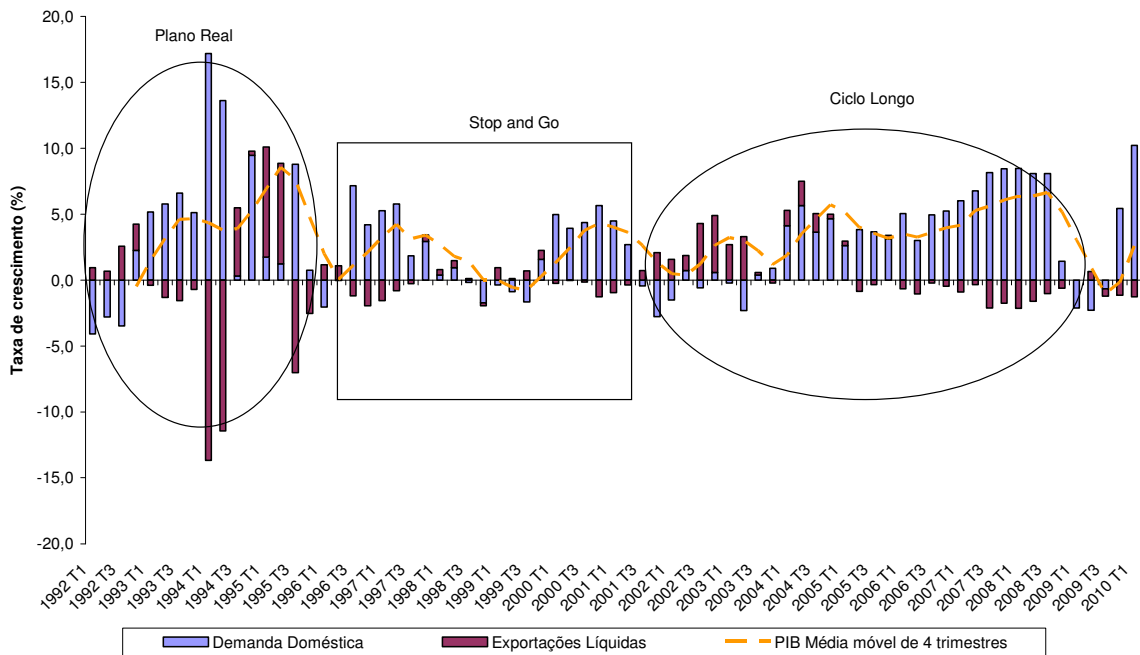
Há outras peculiaridades que distinguem o período recente como, por exemplo, o fato do investimento manter-se crescendo a uma taxa equivalente a quase o dobro da do PIB – cerca de 8,5% a.a. – durante tanto tempo. Isto também ocorreu durante o Plano Real, mas por um período mais curto. Essas primeiras observações já sugerem fortemente a presença de um novo padrão de crescimento da economia brasileira após 2004, corroborado pela rapidez, com a qual, o PIB e o investimento se recuperam após três trimestres de contração por efeito da crise financeira global.

2.1 A insustentabilidade das exportações líquidas

Outro aspecto relevante do perfil do crescimento recente diz respeito aos fatores que o impulsionaram. No início do processo, o dinamismo deveu-se exclusivamente ao crescimento da demanda externa oriundo da aceleração do crescimento do comércio internacional, que entre 2002 e 2003, explica a elevação do crescimento do PIB num contexto de retração da demanda doméstica. Isto dura cerca

de 8 trimestres ou dois anos, seguindo-se outro período de igual duração, no qual, a demanda externa embora positiva tem peso cada vez menor. Nos dezesseis trimestres seguintes, ou quatro anos, de ampliação do patamar de crescimento, é a demanda doméstica que aparece como fator preponderante, tendo a demanda externa apresentado uma contribuição negativa. (Gráfico 2)

Gráfico 2
PIB - Decomposição do crescimento



Fonte: IBGE, Contas Nacionais.

Esta não é uma propriedade exclusiva desse período. Como se pode ver, no Gráfico 2, durante o Plano Real ocorre o mesmo, isto é, uma discrepância entre a contribuição da demanda externa e da doméstica, inclusive, com maior intensidade àquela época. Como esses períodos têm em comum uma elevada taxa de crescimento da demanda doméstica, bem como uma significativa valorização do real, a explicação destaca essas duas variáveis como fatores explicativos desse comportamento. Embora, a importância desses últimos fatores seja inegável, é necessário caracterizar

melhor a trajetória das exportações líquidas e buscar uma explicação mais refinada para o fenômeno.

Durante o Plano Real, como mostra Carneiro (2002), ocorre em simultâneo, uma abertura comercial de grande significado que, conjuntamente com a apreciação do real, promove uma especialização regressiva na estrutura produtiva brasileira, em particular na indústria, conduzindo a um aumento expressivo da elasticidade renda das importações, sem um correspondente dinamismo das exportações. As informações disponíveis indicam que esse quadro não se alterou, desde então, ou seja, a mudança dos coeficientes, exportados e, sobretudo, importados da economia brasileira, implica em, toda vez que ocorre uma aceleração do crescimento, segue-se uma desaceleração das exportações líquidas e a importância da demanda externa declina significativamente.

A elevada elasticidade renda das importações constituiu-se como uma característica essencial das economias latino americanas e periféricas, e a redução do coeficiente importado foi um objetivo estratégico perseguido durante décadas e, a ser conseguido por meio da industrialização. De acordo Faynzylber, (1990) países como o Brasil foram mais longe nesse processo e chegaram a obter após os anos 1980 um superávit comercial no setor industrial – que a despeito do seu caráter estrutural e da polêmica sobre a sua sustentabilidade – revelava o grau de diversificação da produção industrial atingido então. Após a abertura comercial, do início dos anos 1990, acompanhada da valorização do real, uma parte muito significativa deste saldo foi perdida como decorrência do que Coutinho (1997) denominou de especialização regressiva.

O perfil dessa especialização pode ser vislumbrado pelos dados da Tabelas 3, abaixo. Os números mostram coeficientes exportados e de penetração em elevação para as várias classes de indústria, mas com maior intensidade para a extrativa *vis a vis* a de transformação. No conjunto da Indústria de transformação os coeficientes se

ampliam na mesma magnitude entre 1996 e 2008 – cerca de oito pontos percentuais – com alguma flutuação associada à posição da taxa de câmbio. A ampliação simultânea dos dois coeficientes, em igual magnitude, e seus valores muito próximos, com um valor ligeiramente maior do coeficiente de penetração, escondem importantes diferenças qualitativas entre esses dois coeficientes.

A primeira disparidade refere-se ao ocorrido na indústria extrativa na qual o coeficiente exportado se amplia significativamente ao mesmo tempo em que cai o coeficiente importado, tendo como fato relevante subjacente a passagem da atividade petrolífera para exportadora. Embora isto, ainda, não se traduza numa exportação líquida – na verdade o Brasil importa um tipo de petróleo e exporta outro – indica uma orientação para fora crescente. A extração de minerais metálicos mantém, com ligeira queda, um altíssimo coeficiente exportado e uma diminuição do coeficiente importado. Esses dados traduzem a consolidação de fortes setores exportadores na área extrativa e particularmente no segmento de minério de ferro e petróleo. No período mais recente esse desempenho esteve muito vinculado à evolução favorável dos preços de *commodities*, sobretudo as minerais e energéticas.

Na indústria de transformação há dois conjuntos de setores, nos quais amplia-se significativamente o coeficiente exportado: as indústrias tradicionais ligadas à base de matérias primas, e a de bens de capital. No primeiro grupo, o coeficiente exportado é altíssimo e o de penetração muito baixo indicando saldos expressivos e alta competitividade. No segundo grupo, apesar, do crescimento do coeficiente exportado, ele ocorre com um crescimento ainda maior do coeficiente de penetração denotando uma atividade de montagem (*maquilas*). Nesse grupo pode-se considerar como exceção a exportação de aviões (outro material de Transporte) onde ocorre uma maior agregação doméstica de valor.

Tabela 3
 Coeficientes de exportação e penetração
 Segundo Setores CNA e 1.0 – Em % – Preços constantes de 2006

Setores de Atividades	Coeficiente exportado			Coeficiente de penetração		
	1996	2008	(2008-1996)	1996	2008	(2008-1996)
Extração de carvão mineral	0,2	0,1	0,0	91,1	84,9	-6,1
Extração de petróleo	0,7	53,2	52,5	68,4	62,5	-5,9
Extração de minerais metálicos	92,7	81,5	-11,2	75,8	39,8	-36,0
Extração de minerais não-metálicos	17,9	19,8	1,9	7,3	9,8	2,4
Indústria extrativa	42,1	61,6	19,5	67,4	55,4	-12,0
Produtos alimentícios e bebidas	9,5	22,0	12,5	3,6	3,3	-0,3
Produtos do fumo	7,1	1,7	-5,4	0,2	0,2	0,1
Produtos têxteis	5,7	13,5	7,8	9,0	15,9	6,8
Confecção de artigos do vestuário e acessórios	2,3	2,1	-0,2	3,8	5,7	1,9
Preparação de couros seus artefatos e calçados	17,6	34,1	16,4	3,3	10,1	6,8
Produtos de madeira	19,8	37,2	17,5	2,2	3,3	1,1
Móveis e indústrias diversas	5,7	15,9	10,2	6,4	9,9	3,6
Celulose, papel e produtos de papel	14,0	23,2	9,1	10,8	9,2	-1,6
Edição, impressão e reprodução de gravações	0,6	0,7	0,1	5,6	1,7	-3,9
Coque, refino de petróleo e combustíveis	3,1	11,0	7,9	18,5	14,8	-3,7
Produtos químicos	6,6	10,4	3,8	13,7	26,0	12,4
Artigos de borracha e plástico	3,8	9,0	5,3	5,6	14,7	9,1
Produtos de minerais não-metálicos	4,2	8,5	4,3	2,3	5,5	3,1
Metalurgia básica	28,3	26,6	-1,7	7,6	14,7	7,1
Produtos de metal	3,5	7,5	4,0	5,6	10,9	5,4
Máquinas e equipamentos	14,4	20,4	6,0	24,2	32,6	8,3
Máquinas para escritório e de informática	11,3	6,4	-4,9	39,2	43,7	4,5
Máquinas, aparelhos e materiais elétricos	11,5	17,2	5,8	20,7	26,5	5,9
Material eletrônico e de comunicações	1,8	17,0	15,2	15,2	47,9	32,7
Equipamentos médico-hospitalares, de automação industrial e de precisão	4,8	16,8	12,0	30,1	65,2	35,1
Veículos automotores, reboques e carrocerias	9,7	16,8	7,1	11,0	16,6	5,6
Outros equipamentos de transporte	30,6	45,3	14,7	28,0	35,5	7,5
Indústria de Transformação	9,4	17,5	8,1	10,6	18,6	8,1

Fonte: Elaborado pela Funcex a partir de dados do IBGE, Secex/MDIC e Bacen.

O quadro traçado acima indica a existência de uma especialização exportadora da economia brasileira em torno das *commodities* – incluindo a atividade extrativa de petróleo e minério de ferro e as indústrias processadoras de matérias primas – com concentração ainda maior do saldo comercial nesses segmentos como veremos em seguida. Há, ademais, uma atividade de *maquila* com exportação relevante na indústria de bens de capital certamente associada a nichos de mercado na América Latina. Mas é exatamente nesse segmento – o de bens de capital –, ao qual podemos agregar a Química e, dentro dela, aquela de maior conteúdo tecnológico como a Farmacêutica, que o coeficiente de penetração se expandiu significativamente no período considerado.

A estrutura dos coeficientes explica a elevada elasticidade renda das importações, mormente, na fase de aceleração do crescimento do investimento. Ao mesmo tempo faz a dinâmica das exportações depender do segmento do comércio internacional que tem revelado um menor dinamismo – exceto no período pós 2002 por conta do boom dos preços das *commodities*. Além do diferencial das elasticidades renda, a análise da estrutura, também, indica uma menor sensibilidade das exportações às flutuações da taxa de câmbio: de um lado, por conta da altíssima competitividade da produção e processamento de *commodities* e, de outro, em razão do elevado coeficiente importado das *maquilas*. Mas o contrário não é verdadeiro, ou seja, a combinação dessa estrutura com a apreciação da moeda nacional, um episódio recorrente após 1994, não impacta significativamente as exportações mas cumpre papel decisivo na ampliação das importações.

Para finalizar essas considerações, cabe ilustrar o argumento da especialização regressiva e da alta elasticidade renda das importações com os dados do saldo comercial da Tabela 4. Após a mudança do regime cambial em 1999, retomando uma característica observada antes do Plano Real, o Brasil constrói um importante saldo comercial originado tanto nos produtos não industriais mas, principalmente, nas manufaturas. Contudo, com a crescente apreciação da moeda nacional, após 2003, e a aceleração do ritmo de crescimento, o saldo em manufaturas vai encolhendo até tornar-se negativo, embora, persistindo e mesmo ampliando-se o de *commodities*.

Tabela 4
Saldo do Comércio Exterior por Intensidade Tecnológica

Setores	1996	1999	2002	2005	2008
	Valor (US\$ bilhões)				
Total	(5.599)	(1.290)	13.119	44.708	24.746
Produtos industriais (*)	(5.089)	(4.554)	8.000	33.235	(1.294)
Indústria de alta e média-alta tecnologia (I+II)	(18.107)	(17.638)	(11.460)	(7.884)	(51.100)
Indústria de alta tecnologia (I)	(8.380)	(7.656)	(4.525)	(8.377)	(21.932)
Aeronáutica e aeroespacial	(61)	438	1.608	1.745	1.114
Farmacêutica	(1.522)	(2.080)	(1.888)	(2.281)	(4.642)
Material de escritório e informática	(1.347)	(1.071)	(1.169)	(1.550)	(3.104)
Equipamentos de rádio, TV e comunicação	(3.728)	(3.557)	(1.454)	(3.884)	(9.786)
Instrumentos médicos de ótica e precisão	(1.722)	(1.386)	(1.621)	(2.408)	(5.513)
Indústria de média-alta tecnologia (II)	(9.727)	(9.982)	(6.935)	494	(29.169)
Máquinas e equipamentos elétricos n. e.	(1.219)	(1.861)	(2.162)	(945)	(2.339)
Veículos automotores, reboques e semi-reboques	(708)	295	2.300	7.825	2.203
Produtos químicos, excl. farmacêuticos	(4.005)	(4.417)	(4.487)	(6.165)	(20.109)
Equipamentos para ferrovia e material de transporte n. e.	(120)	(310)	(76)	131	(767)
Máquinas e equipamentos mecânicos n. e.	(3.674)	(3.689)	(2.509)	(351)	(8.156)
Indústria de média-baixa tecnologia (III)	2.887	1.912	3.979	12.257	9.648
Construção e reparação naval	171	(1)	(47)	172	1.469
Borracha e produtos plásticos	(327)	(294)	(297)	(220)	(1.144)
Produtos de petróleo refinado e outros combustíveis	(1.901)	(1.615)	(569)	1.227	(2.707)
Outros produtos minerais não-metálicos	209	385	568	1.194	870
Produtos metálicos	4.735	3.437	4.323	9.884	11.160
Indústria de baixa tecnologia (IV)	10.130	11.171	15.481	28.862	40.158
Produtos manufaturados n.e. e bens reciclados	86	337	578	1.049	468
Madeira e seus produtos, papel e celulose	1.505	2.423	2.969	5.415	6.572
Alimentos, bebidas e tabaco	6.472	6.456	9.225	18.677	31.292
Têxteis, couro e calçados	2.067	1.956	2.709	3.722	1.825
Produtos não industriais	(510)	3.264	5.119	11.473	26.040

(*) Classificação extraída de: *OECD, Directorate for Science, Technology and Industry, STAN Indicators, 2003.*

Fonte: SECEX/MDIC

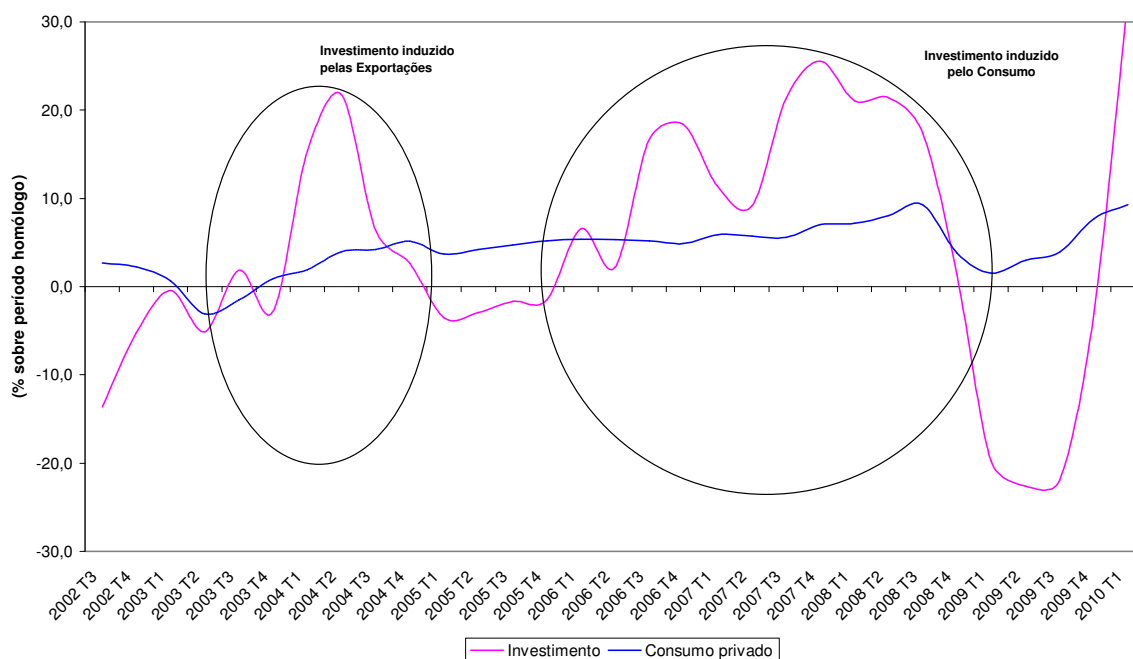
Na indústria, os saldos negativos dos segmentos de alta tecnologia já eram elevados e ampliam-se substancialmente, com a honrosa exceção do setor aeronáutico. O mesmo ocorre na indústria de média-alta tecnologia nas quais o único segmento a preservar um saldo positivo é o automotivo. O oposto ocorre nas indústrias de média-baixa e baixa tecnologias nas quais o saldo é crescente após a mudança do regime cambial e pouco sensível à aceleração do crescimento. Porém, mesmo no primeiro grupo observou-se uma diminuição do saldo após 2005. Em resumo, o saldo comercial brasileiro concentra-se nas atividades não industriais e na indústria de baixa e média-baixa tecnologias e o déficit nas indústrias de alta e

média-alta tecnologias. Com essa estrutura de exportações e importações a questão das elasticidades renda desiguais levam a uma sensibilidade muito significativa desse saldo, à taxas de câmbio, mas sobretudo, ao ritmo de crescimento.

2.2 O papel primordial do consumo

Uma vez discutidas as limitações da demanda externa para comandar o crescimento da economia, cabe analisar os fatores responsáveis pela aceleração do crescimento após 2004, cujo patamar praticamente dobra a partir dessa data. No Gráfico 3, vemos que há um primeiro momento no qual o investimento é basicamente induzido pelas exportações líquidas, que até meados de 2004 ainda explicavam uma parcela razoável do crescimento do PIB. Depois que estas últimas passam a contribuir negativamente para o crescimento é a vez do consumo das famílias ampliar-se sustentadamente.

Gráfico 3
Crescimento da demanda doméstica



Fonte: FIBGE, Contas Nacionais.

Num primeiro momento, o investimento não se recupera por conta da política do Banco Central, que ao elevar a taxa de juros diante de um choque de oferta – representado pela elevação de preços das matérias primas –, sinaliza a descontinuação do crescimento do consumo. Ou seja, como os efeitos iniciais das exportações líquidas se esgotam, por conta da recuperação da demanda doméstica e da valorização do real, o investimento passa a ser induzido pelo aumento do consumo. Num primeiro momento, com o aumento das taxas de juros pelo Banco Central instalou-se a desconfiança sobre a continuidade deste último, mas, como o consumo, por razões alheias à política monetária, se manteve crescendo, o aumento do investimento termina por acontecer.

Na discussão da trajetória do consumo e das possibilidades da preservação do seu crescimento, cabe identificar distintos fatores que explicam a sua performance. O primeiro deles, responsável pelo aumento do consumo autônomo, vale dizer aquele que guarda uma relativa independência do aumento da renda corrente, diz respeito ao crédito. Após 2002, vários fatores, atuando no âmbito da demanda e da oferta de financiamento, levaram a uma ampliação do crédito às pessoas físicas, numa magnitude inusitada para os padrões brasileiros; cerca de 10 pontos percentuais do PIB em cinco anos o que significa, grosso modo, um acréscimo de demanda agregada de 1,5 pontos percentuais do PIB a cada ano.⁴

Destacam-se como aspectos decisivos do lado da oferta a mudança de postura dos bancos, que diante da expectativa de queda da inflação e de juros, e apreciação cambial, ou seja, de maior estabilidade macroeconômica, decidiram mudar a composição de seus ativos ampliando o peso do crédito ante o dos títulos públicos. E o fizeram priorizando os financiamentos às pessoas físicas, nos quais obtém maior *spread*. Nessa sua decisão foram ajudados por inovações financeiras importantes como o crédito consignado, cujo efeito maior foi o de ampliar suas garantias e

⁴ No período em questão o crédito para pessoas jurídicas ampliou-se em igual magnitude, ou seja, dez pontos percentuais do PIB levando esse indicador a uma marca histórica de 45% do PIB.

permitir a redução de margens, barateando o custo final dos empréstimos. A recuperação do salário médio real dos trabalhadores que ocorre a partir do início de 2004 constitui um importante indutor da ampliação da demanda de crédito.

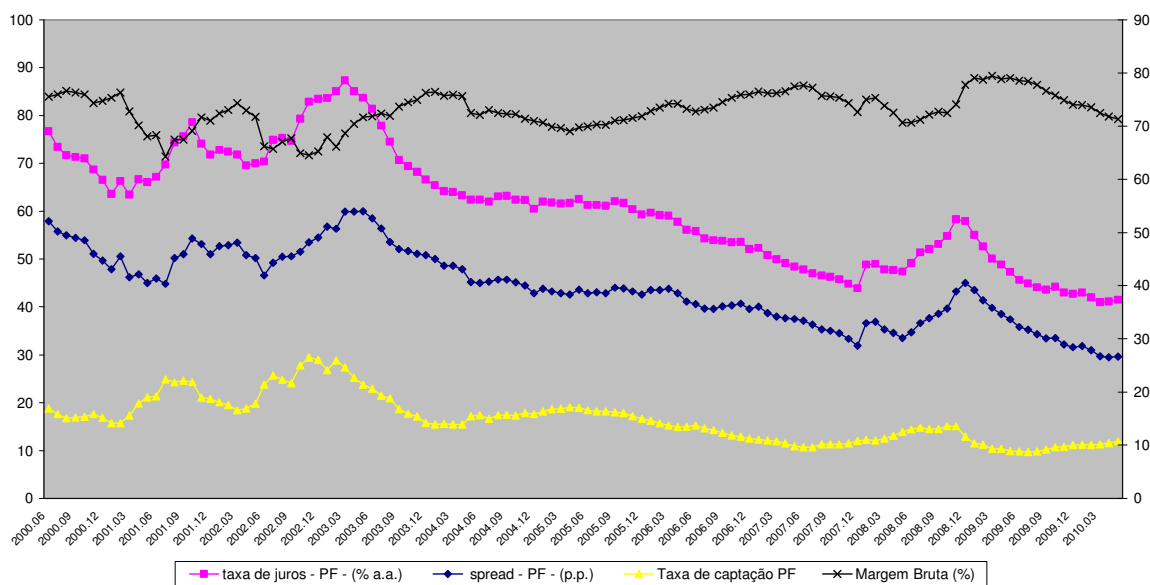
Embora, os níveis de endividamento das famílias, medido pela relação crédito/PIB seja muito baixo no Brasil, comparativamente aos padrões internacionais, há outras limitações para o aumento continuado do crédito ao ritmo no qual ocorreu nos últimos cinco anos. A principal limitação decorre da magnitude da taxa de juros. Como se sabe, o crédito ao consumo constitui uma antecipação de renda futura. Taxas de juros muito elevadas significam descontar a renda futura a essas taxas diminuindo a magnitude do poder de compra antecipado e seu impacto no consumo. Por sua vez, o rápido aumento do peso do crédito às pessoas físicas, no portfólio dos bancos, crédito esse concedido a taxas muito altas, amplia o risco bancário induzindo uma moderação no seu crescimento.

Resta indagar por que as taxas de juros são tão elevadas, se o seu patamar obedece a determinantes conjunturais ou estruturais. A resposta está em duas ordens de fatores. Como estamos tratando da ponta final do crédito parcela do seu custo está relacionada com as margens de lucro dos bancos (*spreads*) e outra parte com a taxa de juros básica da economia. Ao analisarmos a evolução do *spread* do crédito às pessoas físicas, no período recente, vemos que ele praticamente não se alterou, a despeito do grande aumento de seu volume e redução dos riscos, incluindo a disseminação do crédito consignado. O Gráfico 4 mostra que a redução da taxa de juros à pessoa física que ocorreu após 2003 deveu-se exclusivamente à queda da taxa de juros básica que carregou para baixo o *spread* medido em pontos percentuais. Mas, o *spread* calculado como margem sobre a taxa de juros básica manteve-se sem alteração. Essas evidências iniciais

Em outros textos, como por exemplo, em Carneiro (2008) e Carneiro et al (2010) argumentou-se que os elevados *spreads* bancários no Brasil devem-se a um

conjunto de fatores operando tanto no âmbito macro quanto microeconômico. No primeiro plano se põe a, ainda, elevada instabilidade macroeconômica que se traduz em grande volatilidade dos preços-chave – taxas de juros e taxa de câmbio – e a grande incerteza sobre a sua evolução futura. A forma dos bancos, cuja atividade precípua é descascar prazos, se protegerem contra essa incerteza é ampliando os *spreads*. De outro lado, como mostrado por Freitas (2009) é necessário considerar a elevada e crescente oligopolização do sistema bancário brasileiro, que certamente explica a prática de *spreads* muito elevados nas linhas de crédito, onde prevalecem fortes imperfeições de mercado e relações de clientela, *i.e.* nas linhas de pessoas físicas.

Gráfico 4
Indicadores do crédito a pessoa física

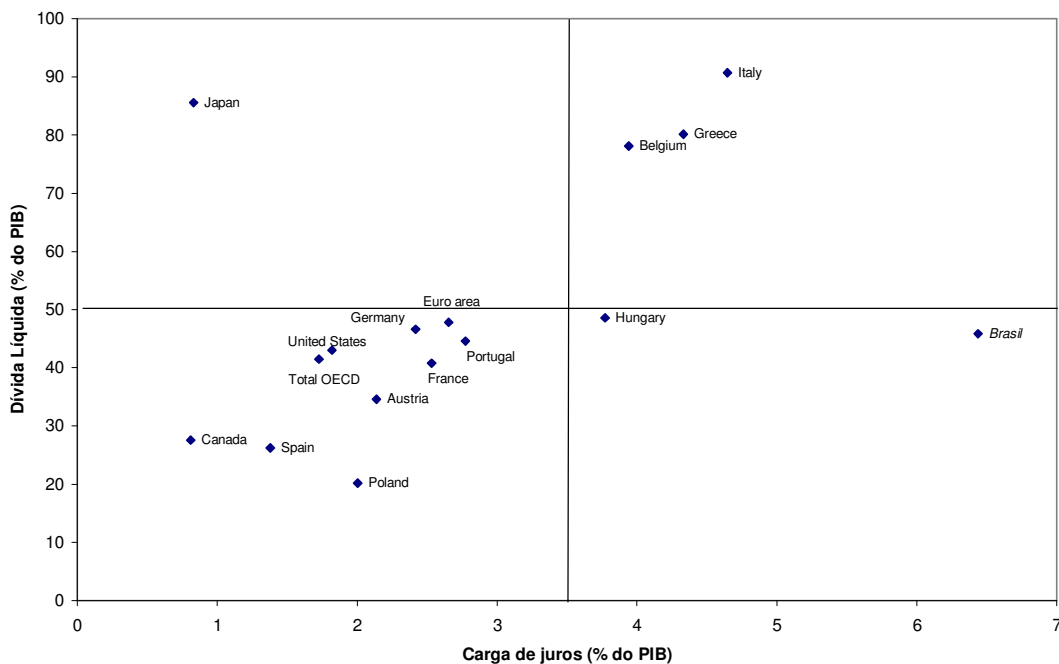


Fonte: Banco Central do Brasil.

No plano dos juros básicos, o alto patamar da taxa brasileira constitui uma verdadeira anomalia. O Gráfico 5 ilustra este ponto de vista, ao mostrar de forma indireta a taxa de juros do ativo com risco zero, a dívida pública, em vários países. Como se pode perceber há uma correlação elevada, na maioria deles, entre o tamanho da dívida pública e a carga de juros expressando uma relação direta entre o

tamanho da primeira e o patamar da taxa de juros. Há apenas duas exceções: o Japão e o Brasil. No primeiro há uma carga e taxa de juros excessivamente baixas para o tamanho da sua dívida. Provavelmente, o contexto deflacionário explica este patamar. No Brasil, ocorre o oposto; a taxa é anormalmente alta para o patamar da dívida. Uma parte da explicação recai sobre os patamares de inflação mais altos no Brasil, ou seja, incrementando o componente nominal da taxa de juros. Mas, isto não explica tudo. A parcela subsistente, e que corresponde à taxa real de juros, não se deve à posição fiscal do governo, mas ao risco cambial implícito. Ou seja, como essa taxa é determinada de fora para dentro, agrega-se a ela um prêmio de risco para contrabalançar possíveis variações na taxa de câmbio e manter o retorno na divisa de origem.

Gráfico 5
Dívida líquida e carga de juros do setor público: países selecionados
(Média de 2004/2008)

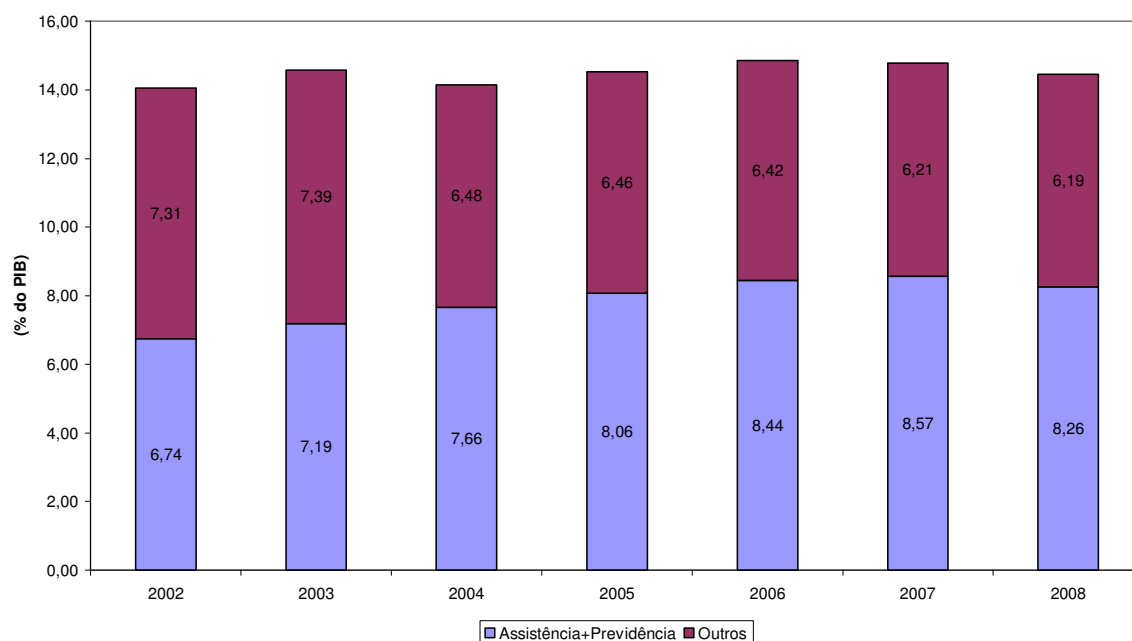


Fonte: OCDE, Main Indicators

Um segundo elemento responsável pela ampliação do consumo é aquele relativo ao seu aumento, induzido pelo aumento da renda, com dois componentes distintos: um ,propriamente induzido, associado ao crescimento dessa última e outro com características de gasto autônomo, decorrente da melhoria da sua distribuição. Ou seja, há uma combinação de ambos os fatores ensejando o crescimento do consumo a um ritmo superior ao do PIB. Essa melhoria na distribuição, por sua vez, decorreu de fatores associados ao gasto público e, mais diretamente às transferências e ao incremento real do salário mínimo. A rigor, esse último foi o fator fundamental, pois, determinou tanto a ampliação das transferências indexadas a ele, quanto uma melhor distribuição intersalarial.

Os dados do Gráfico 6 mostram um incremento significativo das transferências de Previdência e Assistência – de cerca de 1,5 pp do PIB entre 2002 e 2008 – cujo crescimento esteve determinado pelo aumento do salário mínimo (valor da aposentadoria básica, benefícios da LOAS, RMV, e indiretamente o Bolsa Família).

Gráfico 6
Transferências: principais itens



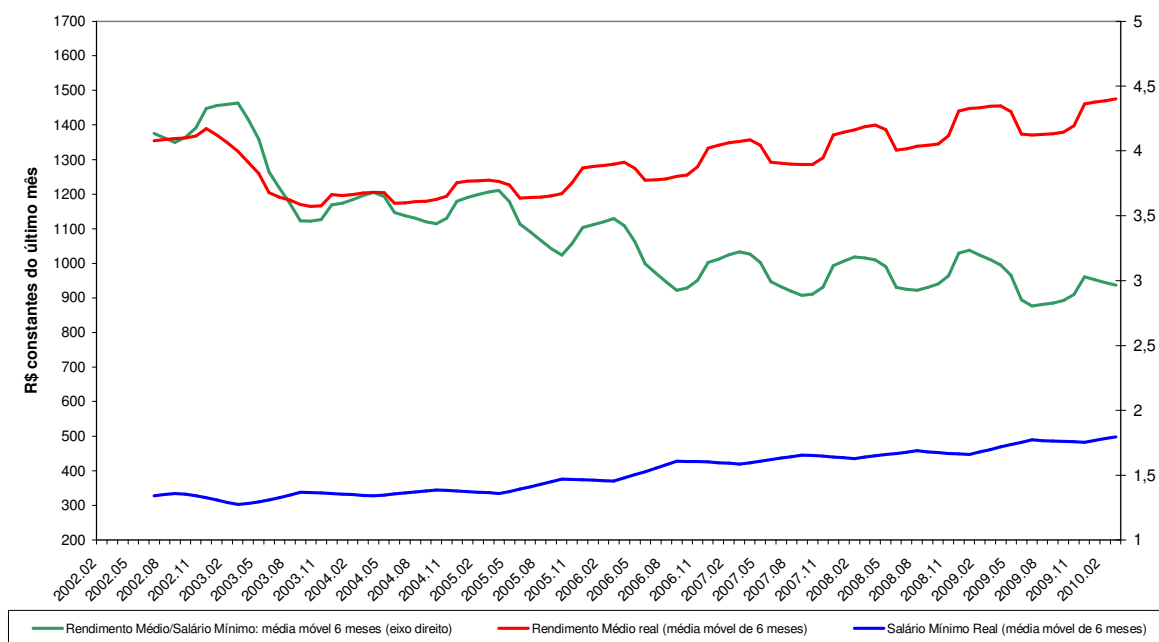
Fonte: FIBGE, Contas Nacionais apud Santos (2009).

As dificuldades de continuar melhorando a distribuição da renda por essa via são indiscutíveis. Desde logo, pelo alto patamar já alcançado por esse tipo de

transferências e, conseqüentemente, pela disputa de recursos entre elas e outras despesas como, por exemplo, as pagas como aposentadoria ao funcionalismo público com clara inclinação regressiva. Ou, entre elas e os gastos públicos, propriamente dito, num contexto de carga tributária elevada.

O mesmo argumento, da atenuação dos efeitos redistributivos de maior intensidade, pode ser utilizado para o salário mínimo, cujo crescimento real foi muito significativo durante o período, quase dobrando de valor. Ou seja, dado o patamar já alcançado, dificilmente poderá ser mantida a sua progressão nesse ritmo. Desde logo, pelas implicações nas transferências de origem previdenciária, mas também por conta de injunções ligadas ao próprio mercado de trabalho. Como se pode ver pelo Gráfico 7, as relações entre o salário médio e o salário mínimo passaram de 4,5 vezes no início do período para 2,5 vezes. Embora, o salário médio também tenha crescido no período, e a participação dos salários na renda nacional se ampliado de cerca de dois pontos percentuais do PIB, a redução da dispersão salarial encontra limites na própria organização/estruturação do mercado de trabalho. Muito provavelmente seu ritmo deverá ser mais lento daqui por diante.

Gráfico 7
Rendimento real médio e salário mínimo real



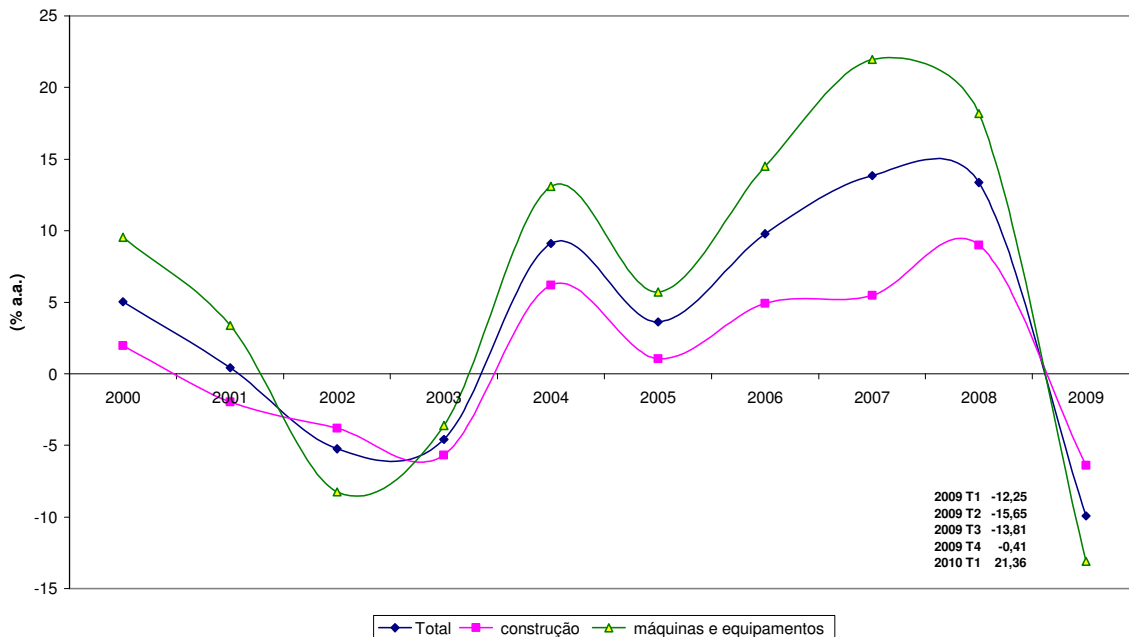
Fonte: FIBGE - PME e IPEADATA.

O conjunto das informações, usadas para analisar o desempenho recente da economia brasileira, sugere que o crescimento foi largamente determinado pelo consumo, e em menor medida, e no início do ciclo, pelas exportações líquidas. Após 2007, se agrega ao consumo, o investimento induzido por ele. No que tange ao consumo, como foi afirmado, esse padrão de crescimento deverá perder o seu crescente dinamismo devido à estabilização do multiplicador da renda, que ampliou-se consideravelmente nos últimos anos por conta da melhoria na sua distribuição. A persistência do aumento do consumo autônomo alimentado pela ampliação dos financiamentos às famílias deve prosseguir, mas também a um ritmo mais lento. Assim, se a combinação entre ampliação do multiplicador, o consumo autônomo e o investimento induzido foram capazes de deslocar o crescimento do produto para um patamar médio de 4,5% ao ano, será necessário, nos próximos anos, contar com outras fontes de crescimento, para assegurar ou mesmo ampliar esse nível. O candidato mais forte será o Investimento autônomo.

2.3 Os múltiplos caminhos do investimento

As informações disponíveis sobre os componentes do investimento dão sustentação às evidências iniciais de seu caráter induzido. Com se vê no Gráfico 8, o componente mais dinâmico do investimento foi aquele relativo a Máquinas e Equipamentos refletindo os aumentos de capacidade produtiva em setores com baixas indivisibilidades, dentre os quais a indústria. A lenta recuperação e crescimento da construção estão, por sua vez, associados tanto à trajetória mais lenta da construção civil residencial, quanto das obras de infra-estrutura. Ambas, por sua vez, vão ganhando intensidade após 2004; a primeira, por conta de inovações na área financeira que permitem o destravamento do crédito e a segunda, depois de 2006 por conta da recuperação dos investimentos públicos em infra-estrutura.

Gráfico 8
Investimento e seus componentes: variação real



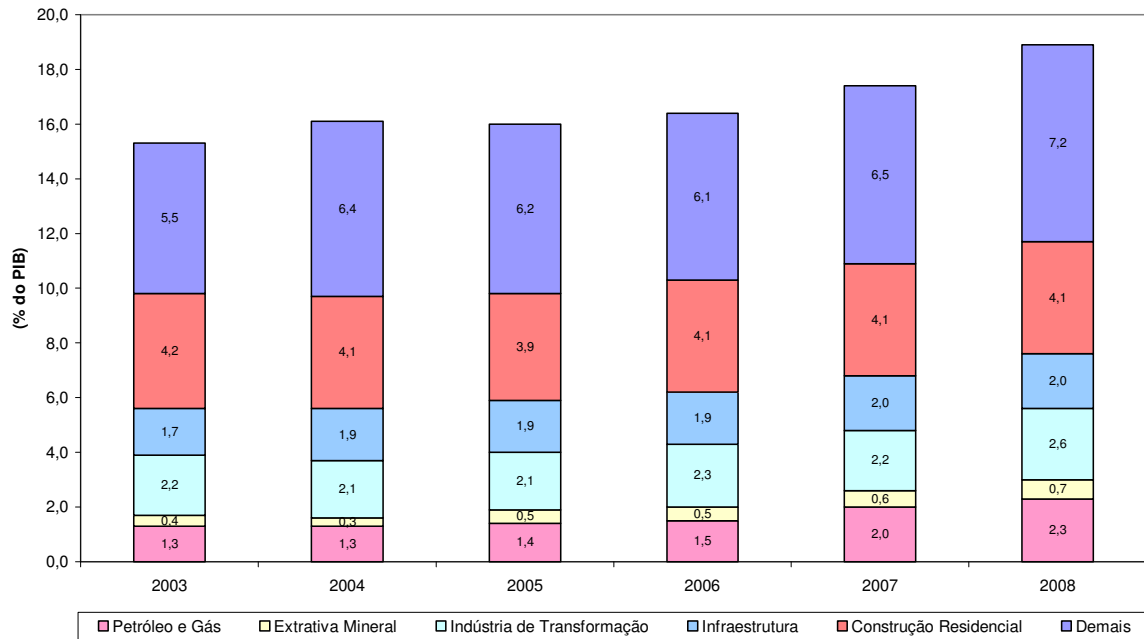
Fonte: FIBGE, Contas Nacionais.

A análise setorial do investimento a partir dos dados calculados pelo BNDES permite verificar com maior detalhe a sua trajetória (Gráfico 9). Ele ampliou-se substancialmente na atividade extrativa, num claro movimento induzido pelas exportações e aumentou em menor escala na indústria de transformação. Por sua vez, como já apontado, o aumento foi irrisório nas atividades de construção: um pouco melhor na infra-estrutura e pior na construção residencial. As possibilidades limitadas do investimento, induzido pelas exportações ou pelo consumo, liderarem um ciclo mais longo e intenso de crescimento já foram discutidas anteriormente. Trata-se de analisar a possibilidade daqueles investimentos na construção cumprirem esse papel.

Em tese, as possibilidades da construção civil de sustentar e mesmo ampliar a taxa de crescimento no Brasil, via aumento da taxa de investimento, são significativas. Segundo Puga e Borça Jr (2009), do ponto de vista quantitativo ela

representa apenas 40% desta taxa, quando a média dos países, que crescem mais rápido, em especial na Ásia em desenvolvimento, ela chega a 60%.

Gráfico 9
Taxa de investimento por setor (% do PIB)



Fonte: Puga e Borça Jr (2009).

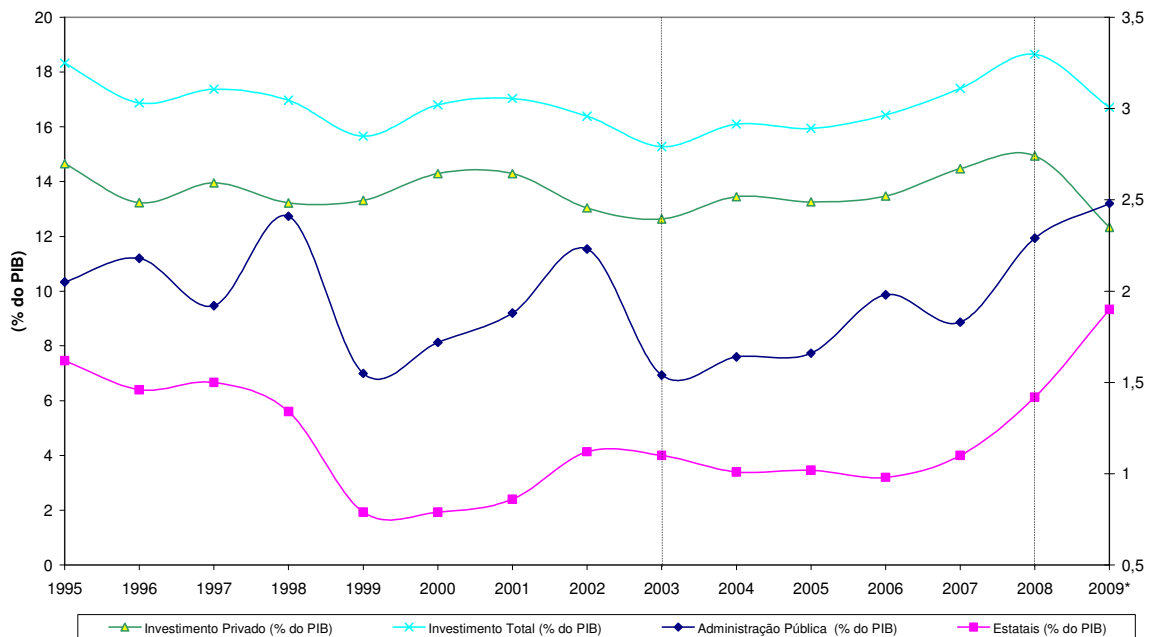
Reforçando essa possibilidade, há uma significativa demanda insatisfeita nos vários segmentos dessa atividade, como por exemplo, o déficit habitacional, a infraestrutura urbana, a rede de estradas, de portos, aeroportos, oferta de energia etc. Essa demanda, todavia não pode ser considerada como efetiva, pois, dada a natureza desses investimentos – indivisibilidades, montantes elevados, prazos de construção e maturação dilatados – ele depende de arranjos particulares de financiamento.⁵

⁵ Do ponto de vista analítico podemos considerar parcela do investimento em infra-estrutura como investimento autônomo e parcela como investimento induzido. Nesse último caso estão todos aqueles investimentos para os quais já há uma demanda manifesta e insatisfeita. Pode-se, contudo considerar como investimentos autônomos, certas inversões que não se enquadram nesse caso, como por exemplo, a construção de estádios de futebol, vilas olímpicas, trens de passageiros de alta velocidade etc.

Outro aspecto significativo dos investimentos em infra-estrutura é que eles dependem, em grande medida, direta e indiretamente dos investimentos públicos ou mesmo de arranjos especiais entre o setor público e privado, tais como subsídios e garantias devido ao elevado risco que caracteriza a atividade. As privatizações dos anos 1990 diminuíram substancialmente o peso do investimento público na infra-estrutura. De acordo com Frischtak (2008), até 2005, os investimentos privados em infra-estrutura, embora declinantes superavam a soma do investimento público (estatal + administração pública), mas essa tendência se inverteu após esse ano. Embora disseminados por vários segmentos a sua grande concentração se deu nas Telecomunicações, o que explica a desaceleração observada, pois o ciclo de investimento mais pesado – com destaque para a Telefonia Fixa – realizou-se até 2001 e foi declinando progressivamente desde então.

A despeito dos investimentos públicos terem avançado substancialmente nos últimos anos – Gráfico 10 – eles ainda têm um patamar muito baixo, dado os requerimentos da ampliação da infra-estrutura. O aumento do investimento público ocorreu tanto na Administração pública quanto nas empresas estatais, mas em ambas as esferas há constrangimentos para a sua ampliação dentre os quais as limitações ao endividamento, que exceto no caso da Petrobrás é contabilizado como déficit público. É verdade que os investimentos poderiam avançar caso a carga de juros se ativesse a um patamar normal, correspondente ao tamanho da dívida. De qualquer modo, seria importante mudar a contabilidade do déficit público ou adotar a regra de admitir déficits nominais desde que iguais ou inferiores aos investimentos.

Gráfico 10
Taxa de investimento privado e público (% do PIB)



Fonte: FIBGE, Contas Nacionais.

A composição e volume do investimento público no período recente estão largamente associados à implementação do Plano de Aceleração do Crescimento (PAC), posto em prática no segundo mandato do Presidente Lula (Quadro 1). Embora os investimentos contemplem uma gama de atividades, na infra-estrutura econômica e social a maior concentração é na área de energia, incluindo Petróleo e Gás e Energia Elétrica. No primeiro caso, as descobertas de grandes reservas na camada do pré-sal e a existência de uma empresa do porte da Petrobrás já constituem um passo importante na garantia de um patamar de investimentos elevados. O financiamento desses investimentos de grande magnitude pode ser integralmente garantido por recursos externos dado o *hedge* natural proporcionado pela produção de petróleo. No Plano de Negócios para o quinquênio 2009-2013 a previsão de investimentos da empresa era de U\$\$ 174,4 bilhões, mas ainda estava sendo revisto para cima.

Quadro 1
PAC 1. Programas e investimentos (2007-2010)

Total R\$ 503,9 bilhões Investimento de Infra-estrutura nas áreas de transporte, energia, saneamento, habitação e recursos hídricos. Equivalente a aproximadamente
Infra-estrutura Logística , envolvendo a construção e ampliação de rodovias, ferrovias, portos, aeroportos e hidrovias; R\$ 58,3 bilhões.
Infra-estrutura Energética , correspondendo a geração e transmissão de energia elétrica, produção, exploração e transporte de petróleo, gás natural e combustíveis renováveis; R\$ 274,8 bilhões.
Infra-estrutura Social e Urbana , englobando saneamento, habitação, metrô, trens urbanos, universalização do programa Luz para Todos e recursos hídricos. R\$ 170,8 bilhões

No caso da Energia Elétrica as dificuldades para financiar os investimentos são mais significativas; em primeiro lugar por que, a Eletrobrás é uma empresa que está incluída no cômputo do saldo primário; em segundo porque a atividade envolve riscos ambientais e de implantação muito significativos, além de, não ser adequada ao financiamento com recursos externos por produzir um bem não comercializável. O envolvimento de empresas privadas por sua vez exige a construção de parcerias público-privado muito específicas.

O arranjo público-privado para a construção da usina de Belo Monte é muito ilustrativo desse padrão de associação. O comunicado à imprensa da Diretoria do BNDES de 16/04/2010 explicita esse arranjo:

A usina tem custo estimado pela EPE, vinculada ao Ministério de Minas e Energia, de cerca de R\$ 19,6 bilhões. A participação do BNDES poderá representar até 80% do valor total do investimento do projeto. O BNDES poderá atuar de forma direta, indireta (por meio de seus agentes financeiros) ou mista. No caso de operações indiretas, o risco da operação ficará por conta das instituições financeiras que repassarão os recursos. O BNDES decidiu ampliar para até 30 anos o prazo total de financiamento por se tratar de investimento em infra-estrutura de longo prazo de maturação, devido aos elevados montantes que serão aportados na implantação da usina, inclusive em projetos socioambientais. Para financiamento de bens de capital, poderão ser aplicáveis as condições do BNDES PSI (Programa BNDES de Sustentação do Investimento) vigentes à época da aprovação da operação. O apoio do BNDES

também está condicionado às condições de governança da beneficiária, que devem incluir: controle acionário majoritariamente privado; transparência na gestão da Sociedade de Propósito Específico (SPE), com a adoção das melhores práticas, tendo como objetivo atingir os padrões de governança corporativa apresentados no Novo Mercado da Bovespa; acordo de acionistas; e ações, exclusivamente, ordinárias. O modelo de financiamento do BNDES para a hidrelétrica de Belo Monte está baseado nas Políticas Operacionais do Banco para as operações de project finance.

Como elementos adicionais para caracterizar um arranjo particular entre público privado agregue-se que o consórcio vencedor da concorrência para construir e operar a usina é composto de empresas privadas, e empresas estatais, com a seguinte distribuição: a geradora estatal federal Chesf (49,98%), as empreiteiras Queiroz Galvão (10,02%), Galvão Engenharia (3,75%), Mendes Junior (3,75%), Serveng-Civilsan (3,75%), J. Malucelli (9,98%), Contern Construções (3,75%), Cetenco Engenharia (5%) e Gaia Energia e Participações (10,02%). Esse perfil de associação e financiamento indica o novo tipo de articulação entre Estado e setor privado necessário para realizar investimentos de infra-estrutura em vários setores e não apenas em Energia Elétrica.

A ampliação do investimento em outros segmentos não é, também, trivial. Desde logo, como foi apontado, ele envolve a disponibilidade de recursos fiscais – tanto para o investimento direto quanto para a concessão de subsídios – ou a possibilidade de endividamento, mormente para as empresas estatais. Ele se defronta com marcos regulatórios muito díspares, bem como, exigências ambientais significativas. A participação do setor privado por sua vez está limitada não só pelo maior risco dos projetos, como também, pelo retorno insuficiente dos mesmos. Esse último obstáculo é magnificado pelo elevado patamar da taxa de juros básica que aumenta o custo de oportunidade desses investimentos.

Ainda no âmbito da Construção, um segmento que deve ampliar ainda mais o seu dinamismo é o residencial. Ele é crucial dado o seu peso muito significativo na

formação da taxa de investimento; cerca de $\frac{1}{4}$ do total. Aqui uma distinção básica refere-se à construção de habitação por interesse social, que envolve subsídios, e a produção de habitações privadas. Em ambos os segmentos, há uma demanda reprimida significativa oriunda do déficit habitacional e de anos de produção insuficiente. No âmbito da produção de habitação por interesse social o governo lançou como parte do PAC II o programa Minha Casa Minha Vida, (Quadro 2) com metas bastante ambiciosas para a construção de moradias para faixas de renda de até três salários-mínimos. Como a venda dessas casas no limite do comprometimento da renda exigido implicará subsídios, o programa tem como restrição importante o montante dessas transferências num quadro, no qual, essas últimas já se mostram elevadas. Outro problema diz respeito à oferta de terreno para a implantação dessas moradias, sobretudo, nas grandes áreas metropolitanas.

Quadro 2
PAC 2. Programas e Investimentos (2011-2014)

TOTAL R\$ 955,0 bilhões
PAC Cidade Melhor
Enfrentar os principais desafios das grandes aglomerações urbanas, propiciando melhor qualidade de vida R\$ 57,1 bilhões
PAC Comunidade Cidadã
Presença do Estado nos bairros populares, aumentando a cobertura de serviços R\$ 23,0 bilhões
PAC Minha Casa, Minha Vida
Redução do déficit habitacional, dinamizando o setor de construção civil e gerando trabalho e renda R\$ 278,2 bilhões
PAC Água e Luz para Todos
Universalização do acesso à água e à energia elétrica R\$ 30,6 bilhões
PAC Transportes
Consolidar e ampliar a rede logística, interligando os diversos modais, garantindo qualidade e segurança R\$ 104,5 bilhões
PAC Energia
Garantir a segurança do suprimento a partir de uma matriz energética baseada em fontes renováveis e limpas. Desenvolver as descobertas no Pré-Sal, ampliando a produção R\$ bilhões 461,6

A ampliação da construção residencial privada encontra outros limites sendo o principal a disponibilidade de financiamento. Este último foi muito ampliado no Governo Lula por conta de algumas inovações financeiras tais como a Lei 10931/2004, que instituiu a Alienação Fiduciária para bens imóveis e alterou o patrimônio de afetação nas transações imobiliárias, cujo efeito foi a redução do risco do comprador do imóvel e também das instituições financeiras. Contudo, o crédito à habitação advém, na sua quase integralidade, de uma rubrica do crédito direcionado, ou seja, das exigibilidades de direcionar para o crédito habitacional 65% dos depósitos da caderneta de poupança. Embora as taxas de crescimento desses depósitos e dos financiamentos tenham sido excepcionais nos últimos anos, esse *funding* tem caráter limitado e dá mostras de estar se esgotando.⁶

A continuidade da expansão do crédito habitacional dependerá do desenvolvimento de novas fontes de financiamento, com novos instrumentos e fundos com custo de mercado. Esse custo constitui na verdade um impedimento significativo: dado o patamar da taxa de juros básica e a sua volatilidade, torna-se impossível ampliar os financiamentos por essa via. Exemplificando, a taxa de juros básica da economia é de cerca de 9,5% ao ano e a taxa de captação de qualquer instrumento privado já teria um ou dois pontos percentuais acima disso. Se adicionarmos a esse custo o *spread* normalmente cobrado nos financiamentos imobiliários teríamos um custo mínimo entre 15,5% e 17,5% ao ano.

Conclusões

Ao longo desse texto examinaram-se as condições de crescimento da economia brasileira e internacional tomando-se como referência seus modelos de crescimento no passado recente e os eventuais impactos da crise financeira global. Quanto aos países desenvolvidos, ficou evidente a partir dos dados e de grande parte das

⁶ Para uma análise detalhada do desempenho recente do subsistema de crédito imobiliário ver Biancareli e Lodi (2009)

análises que dificilmente eles retornarão – num futuro imediato – às taxas de crescimento dos últimos vinte anos e particularmente àquelas dos anos 2000. Isto se deve em boa medida à natureza da crise, seu caráter financeiro e os desequilíbrios patrimoniais subjacentes. Esta perda de dinamismo, vincula-se também a um particular arranjo ou ordem internacional que tem em um único país, os EUA, a principal fonte do crescimento. A conclusão inexorável que se segue é a de que a desaceleração dos desenvolvidos e suas implicações na demanda global via comércio, ampliará o papel dos mercados internos no crescimento dos países periféricos

Para examinar a capacidade do Brasil em se adaptar de forma eficaz a esse novo padrão de crescimento analisou-se o modelo brasileiro recente no qual o papel do consumo e da melhora da distribuição de renda foi crucial. O peso do mercado interno no desenvolvimento brasileiro não constitui uma novidade *tout court*; o que sim constituiu algo de novo foi o novo papel da melhoria da distribuição de renda, cujo efeito econômico prático foi a elevação do multiplicador da renda. Embora, seja bastante provável que esse multiplicador permaneça num patamar elevado, há, também, indícios de que esteja estabilizado, ou seja, de que suas ampliações sofram apenas alterações marginais daqui por diante. Isto obviamente não diminuirá o papel dinâmico que poderá ter o consumo no novo padrão de crescimento, apenas lhe retirará o caráter de fator autônomo, vinculado ao aumento do multiplicador e também à ampliação do crédito, cujo óbice diz respeito, sobretudo à magnitude da taxa de juros.

O novo candidato para se tornar o elemento autônomo, de maior peso no novo ciclo de crescimento fundado no mercado interno, é o gasto em infra-estrutura e construção residencial. Nesse caso várias possibilidades e desafios foram apontados. O primeiro deles diz respeito às novas formas de articulação entre o investimento público e o privado nessa área, principalmente no que diz respeito a ampliação do volume do primeiro e redução dos riscos do segundo, por meio de subsídios e

garantias de retorno. Como questão mais geral subsiste o ainda elevado patamar da taxa de juros, que impõe um alto custo de oportunidade ao investimento e também impede o aprofundamento do financiamento privado no setor.

Se for possível manter elevado o multiplicador da renda e introduzir e desenvolver novas formas de coordenação do investimento por parte do setor público, restarão ainda dois obstáculos importantes para assegurar o sucesso do modelo: o patamar dos juros e o desalinhamento cambial. Este último, como foi mostrado no texto, num quadro de especialização da estrutura produtiva e contexto da apreciação do real pode contribuir de forma muito negativa para o crescimento ao elevar a elasticidade renda das importações e reduzir o multiplicador. Isto ocorrerá mesmo que seja possível financiar déficits em transações correntes mais altos, da ordem de 3 a 4% do PIB por conta do aumento da solvência externa decorrente da exploração do petróleo na camada pré-sal.

Bibliografia

AGLIETTA, M.; BERREBI, L. (2007). *Désordres dans le capitalisme mondial*. Paris: Odile Jacob.

BELLUZZO, L. G. M. (1997). O dinheiro e as metamorfoses da riqueza. In: TAVARES, M. C.; FIORI, J. L. *Poder e dinheiro*. Uma economia política da globalização. Rio de Janeiro: Vozes.

BIANCARELI, A.; LODI, A. L. (2009). Financiamento ao setor imobiliário. Projeto de estudos sobre as perspectivas da indústria Financeira brasileira e o papel dos bancos públicos Subprojeto mercado de crédito bancário. Disponível em: http://www.iececon.net/arquivos/Financiamento_Imobiliario.pdf.

CARNEIRO, R (2008). Globalização e Inconvertibilidade Monetária. *Revista de Economia Política*, 28 (4), p. 539-556, out./dez. 2008.

CARNEIRO, R. et al. (2010). *Relatório Síntese. Perspectivas da Indústria Financeira Brasileira e o Papel dos Bancos Públicos*. IE/CECON. Disponível em: http://www.iececon.net/arquivos/pesquisa_41_304017920.pdf.

CEPAL (2006). *Panorama de la inserción internacional de América Latina y el Caribe*. Santiago: CEPAL.

CEPAL (2010). *La República Popular de China y América Latina y el Caribe: hacia una relación estratégica*. Santiago: CEPAL, abril.

CHESNAIS, F. et al. (2004). *La finance mondialisée: racines sociales et politiques, configuration, consequences*. Paris: La Decouverte,

COUTINHO, L. (1997). A especialização regressiva: um balanço do desempenho industrial pós-estabilização. In: *Brasil: desafios de um país em transformação*. Rio de Janeiro, Fórum Nacional.

DOOLEY, M. P.; FOLKERTS-LANDAU, D.; GARBER, P. (2003). *An essay on the revived Bretton Woods system*. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research,. (NBER Working Paper Series, 9971).

EICHENGREEN, B (2004). Global imbalances and the lessons of Bretton Woods. *Economie Internationale*, v. 4, n. 100.

FAYNZYLBER, F. (1990). Industrialização na América Latina: da caixa preta ao conjunto vazio. Item 2, p. 858-871. In: BIELSCHOWSKY, R. (Org.) (2000). *Cinquenta anos de pensamento da CEPAL*. Rio de Janeiro: Record, v. 2.

FREITAS, M. C. P (2009). *Transformações institucionais do Sistema Bancário Brasileiro*. Projeto de pesquisa: O Brasil na era da globalização: condicionantes domésticos e internacionais ao desenvolvimento. Subprojeto VIII. Crédito Bancário no Brasil: evolução e transformações institucionais. Cecon-Unicamp. Disponível em: <http://www.iececon.net/bndes/SubprojetoVIIIRelat1BNDES.pdf>.

FRISCHTAK , C. (2008). O investimento em infra-estrutura no Brasil: Histórico Recente e Perspectivas. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, v. 38 n. 2 ago.

GUTMANN, R (2009). Asset Bubbles, Debt Deflation, and Global Imbalances *International Journal of Political Economy*, v. 38, no. 2, p. 45–68. Summer.

MACEDO E SILVA, A.C (2010). O expresso do oriente - redistribuindo a produção e o comércio globais. *Observatório da Economia Global*, Campinas, CECON-IE- Unicamp, n. 2. Disponível em: http://www.ieecon.net/arquivos/OBSERVATORIO_2.pdf.

MEDEIROS, C. A. (2010). O Ciclo Recente de Crescimento Chinês e seus Desafios. *Observatório da Economia Global*, Campinas, CECON-IE- Unicamp, n. 3. Disponível em: http://www.ieecon.net/arquivos/OBSERVATORIO_3.pdf.

NOLAN, P. (2002). Industrial policy in the early 21st century: the challenge of global business revolution. In: CHANG, Ha-Joon. *Rethinking development economics*. London: Antherm Press.

PUGA, F.; BORÇA Jr, G. R. (2009). Apesar da crise, taxa de investimento brasileira continuará em expansão. *BNDES- Visão do desenvolvimento*, n. 65, jun.

SANTOS, C. H. (2009). *Um Panorama das Finanças Públicas Brasileiras 1995/2009*. Mimeografado.

TAVARES, M. C.; BELLUZZO, L. G. (2004). A mundialização do capital e a expansão do poder americano. In: FIORI, J. L. *O poder americano*. Petrópolis: Vozes.