

ECONOMIA & TECNOLOGIA

Publicação do Centro de Pesquisas Econômicas (CEPEC) da Universidade Federal do Paraná (UFPR)
com o apoio do Instituto de Tecnologia do Paraná (TECPAR)



Foto: Dirce Freire Maia

EDITORIAL

SIMPÓSIO - PRODUTO POTENCIAL, CRESCIMENTO E INFLAÇÃO

NÍVEL DE ATIVIDADE, INFLAÇÃO E POLÍTICA MONETÁRIA

POLÍTICA FISCAL E DÍVIDA PÚBLICA

ECONOMIA PARANAENSE

SETOR EXTERNO E ECONOMIA INTERNACIONAL

ECONOMIA E TECNOLOGIA

FINANÇAS E MERCADOS FINANCEIROS

OPINIÃO

INDICADORES ECONÔMICOS

www.boletimdeconjuntura.ufpr.br



UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

**SETOR DE CIÊNCIAS
SOCIAIS APLICADAS**

**PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM
DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO (PPGDE)**

APOIO



Ano 03

Volume 10

Jul./Set. de 2007

ISSN 1809-080X

ECONOMIA & TECNOLOGIA

Publicação do Centro de Pesquisas Econômicas (CEPEC) da Universidade Federal do Paraná (UFPR)
com o apoio do Instituto de Tecnologia do Paraná (TECPAR)



CENTRO DE PESQUISAS ECONÔMICAS

Coordenação Geral

Luciano Nakabashi

Secretária Geral

Aurea Koch

Supervisão Geral

Jedson César de Oliveira

Editoração eletrônica

Guilherme R.S.Souza e Silva

Jedson César de Oliveira

Equipe Técnica

Guilherme R.S. Souza e Silva

Jedson César de Oliveira

João Basílio Pereima Neto

Keila Corrêa Bittencourt

Lucas Lautert Dezordi

Rogério Brito de Oliveira

Colaboradores

Luciano D`Agostini

Ricardo Schmidt Filho

Endereço para correspondência:

Centro de Pesquisas Econômicas (CEPEC)

Av. Prefeito Lothário Meissner, 632 - Jardim Botânico

Fone: (41) 3360-4400 E-mail: cepec@ufpr.br

CEP 80210-170 Curitiba - Paraná

ECONOMIA & TECNOLOGIA

Publicação do Centro de Pesquisas Econômicas (CEPEC) da Universidade Federal do Paraná (UFPR)
com o apoio do Instituto de Tecnologia do Paraná (TECPAR)

Dados Internacionais de Catalogação da Publicação (CIP)

ECONOMIA & TECNOLOGIA / Centro de Pesquisas Econômicas (CEPEC);
Programa de Pós-Graduação em Desenvolvimento Econômico (PPGDE);
Universidade Federal do Paraná (UFPR). Curitiba, 2005-

Ano 03, Vol. 10, Jul./Set. 2007

Trimestral
ISSN 1809-080X

1.Boletim de Conjuntura Econômica; 2.Tecnologia; 3.Economia brasileira.

É permitida a reprodução dos artigos, desde que mencionada a fonte.

Os artigos assinados são de inteira responsabilidade dos autores.

ÍNDICE	
EDITORIAL.....	03
SIMPÓSIO – Produto Potencial, Crescimento e Inflação	
Crescimento puxado pela demanda agregada: evidências empíricas para o caso brasileiro.....	05
<i>José Luís Oreiro</i>	
<i>Luciano Nakabashi</i>	
Estimativa do produto potencial para a economia brasileira – 1992 a 2007.....	19
<i>José Ronaldo de Castro Souza Júnior</i>	
Crescimento econômico sustentável ou novamente o vôo da galinha?.....	29
<i>Luciano Nakabashi</i>	
<i>Marcelo Curado</i>	
NÍVEL DE ATIVIDADE, INFLAÇÃO E POLÍTICA MONETÁRIA	
A evolução dos principais indicadores econômicos do Brasil em 2007.....	37
<i>Guilherme R. S. Souza e Silva</i>	
<i>Lucas Lautert Dezordi</i>	
Perda de participação do emprego industrial e evolução do setor comercial no Brasil.....	47
<i>Luciano Nakabashi</i>	
<i>Gabriel Porcile</i>	
<i>Márcio José Vargas da Cruz</i>	
<i>Fábio Dória Scatolin</i>	
POLÍTICA FISCAL E DÍVIDA PÚBLICA	
O gerenciamento da dívida pública e a sustentabilidade fiscal.....	61
<i>José Guilherme Silva Vieira</i>	
<i>Jedson César de Oliveira</i>	
<i>Fernando Motta</i>	
A apreciação cambial e a Dívida Líquida do Setor Público.....	69
<i>Fábio Henrique Bittes Terra</i>	
ECONOMIA PARANAENSE	
Evolução do emprego e renda na economia brasileira e paranaense: 2003-2007.....	77
<i>Márcio José Vargas da Cruz</i>	
<i>Luciano Nakabashi</i>	
<i>Beatrice Aline Zimmermann</i>	
SETOR EXTERNO E ECONOMIA INTERNACIONAL	
Hyman Minsky e a fragilidade financeira no setor imobiliário dos Estados Unidos.....	89
<i>Luciano F. Gabriel</i>	
ECONOMIA E TECNOLOGIA	
A inovação nas ciências da vida : entre o conceito de hibridação e o conceito de redes.....	99
<i>José Wladimir Freitas da Fonseca</i>	
O Desenvolvimento Econômico Brasileiro Segundo Ignácio Rangel.....	109
<i>Igor Zanoni Constant Carneiro Leão</i>	
FINANÇAS E MERCADOS FINANCEIROS	
Uma radiografia conjuntural da evolução do crédito na economia brasileira.....	117
<i>João Basílio Pereira Neto</i>	

A crise imobiliária norte-americana: origem, perspectivas e impactos.....	127
<i>Breno P. Lemos</i>	
<i>Maurício V. L. Bittencourt</i>	
OPINIÃO	
Política Monetária, Arbitragem de Juros e Câmbio.....	135
<i>João Basílio Pereima Neto</i>	
INDICADORES ECONÔMICOS	
<i>Índices de Preços.....</i>	<i>141</i>
<i>Índices de Confiança.....</i>	<i>143</i>
<i>Vendas Reais no Varejo.....</i>	<i>144</i>
<i>Contas Nacionais.....</i>	<i>145</i>
<i>Consumo.....</i>	<i>145</i>
<i>Finanças Públicas.....</i>	<i>146</i>
<i>Receitas e Despesas.....</i>	<i>146</i>
<i>Atividade Industrial.....</i>	<i>147</i>
<i>Consumo de Energia Elétrica.....</i>	<i>148</i>
<i>Taxa de Desemprego.....</i>	<i>148</i>
<i>Pessoal Ocupado e Rendimentos.....</i>	<i>149</i>
<i>Taxa de juros/Reservas Internacionais.....</i>	<i>150</i>
<i>Setor Externo.....</i>	<i>151</i>
<i>Taxa de Câmbio.....</i>	<i>152</i>
<i>Agregados Monetários.....</i>	<i>153</i>

EDITORIAL

É com grande satisfação que apresento o décimo número do boletim *Economia & Tecnologia*. No presente número os artigos do simpósio procuram analisar o produto potencial brasileiro, crescimento e inflação. Considerando a atual conjuntura de queda de juros e aceleração do crescimento e da inflação, torna-se fundamental a análise desse cenário para se ter uma idéia se o crescimento é sustentável ou se a provável interrupção do processo de queda e possível aumento dos juros irá abortá-lo. Primeiramente, José Ronaldo de Castro Neves, do IPEA, faz uma estimativa do produto potencial para a economia brasileira entre 1992 e 2007. Contribuindo com o debate, José Luis Oreiro e Luciano Nakabashi mostram que a demanda pode ser um fator de grande importância sobre o crescimento de longo prazo, pois ela influencia o produto potencial da economia. De forma complementar, Marcelo Curado e Luciano Nakabashi apresentam evidências de que os efeitos dos juros e câmbio são fundamentais no crescimento, principalmente por essas variáveis determinarem o nível de investimento e, desse modo, o produto potencial da economia. Já faz alguns anos que essas duas variáveis afetam, negativamente, o crescimento da economia brasileira, explicando o seu baixo crescimento mesmo em um período de prosperidade internacional. Desse modo, estamos perdendo o bonde novamente e ficando atrás de economias que tinham um grau de desenvolvimento menor do que o nosso a uma ou duas décadas atrás.

Outro importante fator que determina o crescimento econômico é a situação das contas do governo. Dando uma contribuição para esse assunto, José Guilherme Vieira, Jedson de Oliveira e Fernando Motta analisam o gerenciamento da dívida pública e a sustentabilidade fiscal. Fábio Terra analisa a relação entre a apreciação cambial e a dívida líquida do setor externo. Considerando ainda os fatores relevantes no crescimento e desenvolvimento, o crédito tem um papel fundamental, visto os incentivos gerados sobre o nível de investimentos e da demanda. Nesse sentido, João Basílio faz uma radiografia da evolução do crédito no Brasil.

Márcio Cruz e Luciano Nakabashi fazem uma análise da evolução do emprego e da renda na economia brasileira e paranaense, relacionando essa variável com a atual conjuntura nacional. Na área de economia e tecnologia, José Wladimir Fonseca faz uma análise da inovação nas ciências da vida e Igor Zanoni leão analisa o desenvolvimento econômico brasileiro.

Finalmente, analisando os efeitos da crise imobiliária americana, Luciano Gabriel estuda a fragilidade financeira do setor imobiliário americano e Breno Lemos e Maurício Bittencourt fazem um detalhamento da origem, perspectiva e impactos dessa crise.

Na firme convicção de que esse boletim *Economia & Tecnologia* será uma leitura agradável e útil a todos os interessados nos problemas econômicos atuais, subscrevo atenciosamente,

Prof. Dr Luciano Nakabashi
Coordenação Geral do boletim Economia & Tecnologia

SIMPÓSIO - Produto Potencial, Crescimento e Inflação

Crescimento puxado pela demanda agregada: evidências empíricas para o caso brasileiro

José Luís Oreiro*
Luciano Nakabashi**

1. Introdução

Nos últimos 25 anos a economia brasileira vem crescendo a uma taxa média de cerca de 2,6% a.a, valor bastante inferior a média observada no período 1950-1980 e abaixo da taxa média de crescimento obtida por outros países emergentes como, por exemplo, Rússia, China e Índia. Tendo em vista um crescimento populacional da ordem de 1,5% a.a, o PIB *per capita* tem crescido nos últimos anos a uma taxa pouco superior a 1% a.a. Nesse ritmo levará quase 70 anos para que a renda *per capita* brasileira dobre de tamanho, igualando-se ao nível de renda *per capita* prevalecente hoje em dia em países como Portugal e Espanha. Dessa forma, podemos afirmar que a economia brasileira se encontra numa situação de semi-estagnação.

No final da década de 1980 e início da década de 1990, essa situação de semi-estagnação era atribuída aos efeitos da inflação crônica que assolava a economia brasileira. Com efeito, em março de 1990, durante o último mês do governo Sarney, a inflação mensal foi de 72%, caracterizando-se um quadro de hiper-inflação (cf. Bresser-Pereira, 2004, p.282). O final do processo hiper-inflacionário e a redução da taxa de inflação para um patamar de um dígito ao ano foi obtido após a bem-sucedida implantação do Plano Real durante a administração do Presidente Fernando Henrique Cardoso, o qual se baseou, em larga medida, numa âncora cambial para a taxa de inflação.

A estabilização monetária não foi acompanhada, no entanto, por uma retomada do crescimento da economia brasileira a taxas mais vigorosas. A aceleração do crescimento econômico nos dois primeiros anos após a implantação do Plano Real - quando a taxa média de crescimento superou os 5% anuais - foi logo interrompida em função dos efeitos sucessivos das crises do México, Sudeste Asiático e Rússia. No início de 1999, após vários meses consecutivos de redução das reservas internacionais devido à fuga de capitais motivada pela crise de confiança na sustentabilidade do regime cambial brasileiro após a crise da Rússia, o Brasil abandona o sistema de bandas cambiais em prol de um regime de flutuação da taxa de câmbio. O novo modelo macroeconômico é completado, ainda em 1999, com a adoção do

* Professor Adjunto do Departamento de Economia da UFPR e Pesquisador do CNPq. Endereço eletrônico: joreiro@ufpr.br.

** Professor Adjunto do Departamento de Economia da UFPR. Endereço eletrônico: luciano.nakabashi@ufpr.br.

sistema de metas de inflação e com a política de geração de expressivos superávits primários, destinados a estabilização da dívida pública interna como proporção do PIB.

O novo modelo macroeconômico permitiu uma expressiva redução da taxa real de juros - a qual passou de um patamar de cerca de 25% a.a no período 1994-1998 para cerca de 10% a.a. no período 1999-2005 - e uma desvalorização da taxa real de câmbio que foi de fundamental importância para a eliminação dos déficits crônicos em conta corrente observados no período 1994-1998, o quais chegaram a superar a marca de 4% do PIB. Além disso, a política de geração de expressivos e crescentes superávits primários após 1999, permitiu que a dívida pública líquida como proporção do PIB entrasse numa trajetória (levemente) declinante, situando-se atualmente em cerca de 45% do PIB.

Apesar da redução da taxa real de juros, da redução da vulnerabilidade externa e da estabilização da dívida pública; o desempenho da economia brasileira em termos de crescimento do PIB tem permanecido medíocre. A taxa média de crescimento no período 1999-2005 foi de apenas 2,3% a.a contra uma média de 3,22% no período 1994-1998.

Essas considerações nos permitem tirar duas conclusões fundamentais. Em primeiro lugar, a manutenção da taxa de inflação em patamares baixos e estáveis não é condição suficiente para a retomada do crescimento econômico em bases sustentáveis. Em segundo lugar, a experiência brasileira mostra que a simples adoção de um modelo macroeconômico consistente - ou seja, um modelo de gestão da política macroeconômica que permita a obtenção de uma taxa de inflação baixa e estável, estabilidade da dívida pública como proporção do PIB e redução da vulnerabilidade externa - também não é condição suficiente para a retomada do crescimento. Nesse contexto, a pergunta relevante a ser feita é: o que fazer para acelerar, de forma sustentável, o ritmo de crescimento da economia brasileira?

Existem duas respostas para essa pergunta. A primeira, baseada nos modelos de crescimento de inspiração neoclássica e na metodologia da contabilidade do crescimento, estabelece que a razão para o pífio crescimento da economia brasileira nos últimos 25 anos deve ser buscada no lado da oferta da economia. Mais especificamente, os problemas da economia brasileira seriam uma baixa taxa de poupança doméstica - devido a poupança negativa do setor público e ao baixo incentivo a poupança do setor privado em função da elevada carga tributária e do sistema de repartição vigente na previdência social brasileira - e um baixo dinamismo tecnológico expresso numa reduzida taxa de crescimento da produtividade total dos fatores de produção. Nesse contexto, a retomada do crescimento da economia brasileira a taxas mais expressivas exigiria uma reforma previdenciária que atuasse

no sentido de aumentar a poupança do setor público e uma nova rodada de abertura comercial da economia brasileira com o intuito de estimular o crescimento da produtividade do trabalho nas empresas brasileiras.

A segunda resposta se baseia na idéia de que o modelo macroeconômico adotado pelo Brasil na última década atua no sentido de contrair a expansão da demanda agregada e, portanto, de impedir o crescimento do produto real. Isso porque a combinação de elevadas taxas reais de juros com a política de geração de superávits primários crescentes teria o efeito de deprimir a demanda agregada e, portanto, o crescimento do PIB. Nesse contexto, a solução para o problema de semi-estagnação seria o abandono do modelo macroeconômico vigente, baseado no tripé metas de inflação-câmbio flutuante-superávit primário.

Do ponto de vista adotado no presente artigo as duas posições acima mencionadas são equivocadas. Como ficará claro ao longo das seções seguintes, acreditamos que os fatores que limitam o crescimento econômico no longo-prazo devem ser buscados no lado da demanda, não no lado da oferta da economia. No entanto, rejeitamos a visão keynesiana ingênua de que o crescimento pode ser estimulado por intermédio de qualquer política que aumente a demanda agregada. A crise fiscal do Estado Brasileiro impõe limites claros e estreitos para uma política de indução do crescimento econômico por intermédio da expansão dos gastos de consumo corrente do governo. A nosso ver, a retomada do crescimento da economia brasileira exige a adoção de um modelo de crescimento no qual as exportações serão o elemento dinâmico da demanda agregada e, dessa forma, o fator indutor do crescimento de longo-prazo. A adoção desse modelo de crescimento requer, assim, um cuidado especial com o nível da taxa real de câmbio, o que tem reflexos na forma de condução do regime de metas de inflação.

Isso posto, o presente artigo busca, com base na metodologia desenvolvida por Atesoglu (2002), realizar testes econométricos para verificar a hipótese de que o crescimento da economia brasileira é puxado pela demanda agregada. Os resultados dos testes econométricos mostram que 95% do crescimento do PIB real no período 1990-2005 é explicado por variáveis do lado da demanda agregada da economia. Além disso, com base na metodologia desenvolvida por Ledesma e Thirlwall (2002), mostramos que a taxa natural de crescimento da economia brasileira é endógena, aumentando significativamente nos períodos de *boom*. Dessa forma, não parecem existir restrições do lado da oferta da economia para um crescimento mais acelerado da economia brasileira.

2. O Crescimento da Economia Brasileira é puxado pela Demanda Agregada? Alguns testes empíricos

Ao longo desta seção iremos fazer alguns testes econométricos da hipótese de crescimento puxado pela demanda agregada para a economia brasileira. Inicialmente, iremos mostrar que algumas variáveis do lado da demanda agregada têm um papel fundamental na explicação do crescimento da economia brasileira no período 1990-2005¹. Em particular, iremos mostrar que as exportações e os gastos de consumo corrente do governo são variáveis essencialmente exógenas no crescimento de longo-prazo, corroborando assim a teoria do crescimento puxado pela demanda agregada apresentada na seção 3. Na seqüência iremos mostrar que a taxa natural de crescimento da economia brasileira é endógena de forma que as condições de oferta da economia não impõem uma restrição efetiva (*binding*) ao crescimento da economia brasileira. Nossas estimativas com base nos dados trimestrais de crescimento e desemprego da economia brasileira no período 1980-2002 mostram que a taxa natural de crescimento pode variar de 5,2% a.a. a 8% a.a nos períodos de *boom*. Dessa forma, não parece existir motivos do lado da oferta para a economia brasileira crescer a uma taxa de 3.5% a.a.

2.1. Testando a hipótese de crescimento puxado pela demanda agregada

Na presente sub-seção iremos utilizar a metodologia desenvolvida por Atesoglu (2002) para testar a hipótese de crescimento puxado pela demanda agregada para a economia brasileira. Para tanto, iremos analisar a relação entre o PIB real (Y) e o nível de exportações (X), o nível real de investimentos² (I), nível real de consumo do governo (G) e oferta de moeda ($M3$), no caso brasileiro.

Os dados para o PIB real, consumo real do governo, exportações reais e os investimentos reais são do sistema de contas nacionais fornecidos pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE/SCN). A série da oferta de moeda tem como fonte o Banco Central do Brasil e foi dividida pelo Índice Geral de Preços (IGP) que é da Fundação Getúlio Vargas. Todas as variáveis foram transformadas de tal forma que seus valores em 1990 são iguais a 100 (1990 = 100) e, sobre esses índice foram aplicados logaritmos naturais. Como consequência, os coeficientes estimados fornecem as elasticidades entre a variável explicada e as variáveis explicativas. O período de estudo vai do primeiro trimestre de 1991 ao último

¹ O IBGE refez os cálculos do PIB entre 1995-2006. Como a série analisada é trimestral e o período de análise do presente estudo vai de 1990-2005, os dados utilizados nas estimativas são aqueles coletados com a antiga metodologia do IBGE.

² Público e privado.

trimestre de 2005. Portanto, os dados são trimestrais ($n = 60$). Os pacotes estatísticos utilizados na estimação das regressões, na execução dos testes estatísticos, e na geração de gráficos são Stata 8.1 e Eviews 4.0.

Para verificar a possibilidade de existência de tendência estocástica nas variáveis, foram utilizados os testes de Dickey-Fuller Aumentado (ADF). Para ajustar o número de defasagens nos testes ADF, nós começamos com um número relativamente grande de defasagens (8) e verificamos a significância da última. Caso esta não fosse significativa, o próximo passo seria realizar o teste com uma defasagem a menos e verificar sua significância e assim por diante, até que a última defasagem fosse significativa. Adicionalmente, foram utilizados os critérios de informação de Schwarz e Akaike para verificar a melhor especificação, ou seja, se deveriam ser incluídas tendência e constante na realização dos testes. Os resultados são apresentados na tabela 2.1. Eles indicam que todas as variáveis são integradas de ordem um $[I(1)]$, sendo, portanto, não estacionárias.

Tabela 2.1. Testes de estacionaridade das séries

Variável	Número de Defasagens e Tendência	Nível	Diferença
Y	5 Defasagens – Constante + Tendência	-2.306	
	4 Defasagens – Constante		-5.119**
X	2 Defasagens – Constante	0.428	
	2 Defasagens – Constante		-15.680**
I	2 Defasagens	0.951	
	2 Defasagens		-9.252**
G	6 Defasagens	4.063	
	5 Defasagens – Constante		-6.952**
M3	No Defasagens – Constante + Tendência	-1.891	
	No Defasagens – Constante		-7.933**

Notas: A rejeição da hipótese nula é indicada com um asterisco (5%) e dois asteriscos (1%).

Conseqüentemente, não se podem utilizar as regressões por MQO para avaliar a relação entre as variáveis macroeconômicas listadas anteriormente. Uma maneira de se lidar com problemas de regressão espúria devido a problemas de não estacionaridade das séries de tempo é verificar se as primeiras diferenças das variáveis são estacionárias. Se esse for o caso, podem-se fazer regressões empregando as variáveis em primeira diferença.

Pelo fato de que todas as séries são integradas da ordem um $I(1)$, ou seja, são estacionárias quando as primeiras diferenças das séries são empregadas (ver resultados da

tabela 2.1), não há problemas de correlação espúria quando se estima a regressão por MQO. Os resultados estão apresentados abaixo:

Equação de regressão 1: Estimativas por MQO utilizando as séries em primeira diferença

$$\Delta Y = 0.0009 + 0.1542\Delta X + 0.2527\Delta I + 0.3730\Delta G - 0.0233\Delta M3$$

(0.00285)	(0.02520)	(0.05348)	(0.06431)	(0.04741)	desvio-padrão
(0.31)	(6.12)	(4.72)	(5.80)	(-0.49)	estatística t

$$R^2 \text{ Ajustado} = 0.7987$$

$$N = 59 \quad F(4, 54) = 58.53$$

Todas as variáveis no lado direito da equação da regressão (1) têm os sinais previstos e são significativas ao nível de 5% ou 1%, exceto o coeficiente de M3 e o intercepto. Testes para verificar se há problemas de heterocedasticidade (Breusch-Pagan/Cook-Weisberg), de autocorrelação (Durbin-Watson), de multicolinearidade (Fator da Inflação da Variância – FIV), e de normalidade dos resíduos (teste do Stata baseado em D'Agostine, Belanger e D'Agostine Jr., 1990 citado por Park, 2003) não mostraram evidências da presença de nenhum dos problemas citados³. Conseqüentemente, os testes estatísticos são confiáveis. As variáveis do lado direito da equação de regressão explicam cerca 80% da variação do PIB; uma quantidade considerável. O consumo do governo tem o maior impacto sobre PIB. Um aumento de 1% no primeiro eleva o PIB em 0.37%.

Outra maneira de contornar o problema da correlação espúria entre as variáveis é verificar se existe um vetor de cointegração entre elas. Se as séries forem cointegradas, a regressão pode ser realizada utilizando as variáveis em nível com a vantagem de que as informações de longo prazo são mantidas nos resultados da regressão. A condição para existência de cointegração é que o termo de erro da regressão estimada deve ser estacionário.

Os mesmos procedimentos dos testes ADF foram seguidos para estabelecer o número das defasagens que devem ser incluídas no teste e para a determinação de inclusão de constante e tendência (tabela 2.2). Esse mesmo procedimento foi utilizado para determinar a especificação do mecanismo de correção de erros (tabela 2.3). Existem ao menos dois vetores de cointegração, como pode ser visto pelos resultados da tabela 2.2:

³ Os resultados estão disponíveis com os autores.

Tabela 2.2. Teste de Cointegração de Johansen

Eigenvalue	Likelihood Ratio	5 Percent Critical Value	1 Percent Critical Value	Hypothesized No. of CE(s)
0.554093	120.0439	87.31	96.58	None **
0.474361	74.81585	62.99	70.05	At most 1 **
0.309218	38.80000	42.44	48.45	At most 2
0.194227	18.08383	25.32	30.45	At most 3
0.101450	5.990469	12.25	16.26	At most 4

Nota: Número de defasagens de ΔY , ΔX , ΔI , ΔG , $\Delta M3$ incluídas no modelo para a realização dos testes = 1 até 3. Também foram incluídos um intercepto e uma tendência determinística.

Os resultados sugerem que os resíduos da regressão são estacionários. Assim, existe uma relação de longo prazo entre as variáveis. Neste caso, a regressão por MQO, em que são empregadas as variáveis em nível, fornece melhores estimativas dos parâmetros, pois elas capturam a relação de longo prazo entre as variáveis. No entanto, há evidências de autocorrelação na regressão das variáveis em nível⁴. Para corrigir esse problema, foi utilizado o método de regressão de Cochrane-Orcutt com uma defasagem (AR1). Os resultados são apresentados abaixo:

Equação de Regressão 2: Regressão pelo método Cochrane-Orcutt AR(1)

$$Y = 0.8971 + 0.1539X + 0.2719I + 0.3690G + 0.0135M3$$

(0.23039)	(0.01681)	(0.03678)	(0.06391)	(0.01628)	desvio-padrão
(3.89)	(9.16)	(7.39)	(5.77)	(0.83)	estatística t

$$R^2 \text{ Ajustado} = 0.9524$$

$$DW \text{ Original} = 1.296$$

$$N = 59$$

$$F(4, 54) = 291.23$$

$$DW \text{ Transformado} = 1.761$$

As conclusões são semelhantes às anteriores, com as variáveis em primeira diferença. Os coeficientes têm os mesmos sinais e suas magnitudes sofreram pequenas alterações, com exceção do coeficiente da oferta de moeda, mas ele continua sendo não significativo. Como esperado, o R2 ajustado e as estatísticas t calculadas tiveram seus valores majorados.

Para verificar se existe problema de endogeneidade das variáveis explanatórias, foi utilizado o mecanismo de correção de erros, sendo este estimado pelo método de Johansen. Os resultados são relatados na tabela 2.3. O termo da correção de erro indica qual variável se ajusta ao equilíbrio de longo prazo existente entre o PIB real e as demais variáveis.

⁴ Os resultados estão disponíveis com os autores.

Tabela 2.3. Resultados do vetor de correção de erros

	ΔY	ΔX	ΔI	ΔG	$\Delta M3$
Termo de correção de erro	1.1001	-0.9457	3.6575	-0.3047	-1.4779
(estatística t)	(3.93178)	(-0.8077)	(5.5471)	(-0.8834)	(-1.3251)
(desvio padrão)	(0.27980)	(1.1709)	(0.6594)	(0.3449)	(1.1153)
R ² ajustado	0.871	0.702	0.609	0.833	-0.092
Desvio padrão (equação)	0.0139	0.0583	0.0328	0.0172	0.0555

Notas: Número de defasagens de ΔY , ΔX , ΔI , ΔG , $\Delta M3$ incluídos no modelo de correção de erro = 1 até 3. No vetor de correção de erros também foram incluídos um intercepto e uma tendência determinística.

Os resultados da tabela 2.3 indicam que Y e I ajustam aos desvios do equilíbrio de longo prazo. Conseqüentemente, há evidências da existência de uma relação de causalidade bidirecional entre o PIB real e o montante real de investimentos, além de uma causalidade unidirecional do montante real de exportações e do consumo do governo para o PIB real e nível real de investimentos.

Deve-se ressaltar que, com base nos coeficientes estimados da equação de regressão 2, para cada 1% de aumento no consumo real do governo, a elevação do PIB real é de 0,36%. Dessa forma, supondo que a arrecadação tributária nas três esferas de governo seja de aproximadamente 40% do PIB, um aumento dos gastos de consumo corrente do governo na ordem de 1% geraria um aumento da arrecadação tributária de aproximadamente 0,15%, resultando assim num aumento do déficit público. Dada a elevada carga tributária existente na economia brasileira (cerca de 40%) e a elevada dívida pública como proporção do PIB (cerca de 45% em termos líquidos) segue-se que, nas condições atuais, não é possível puxar o crescimento da economia brasileira por intermédio de um aumento dos gastos de consumo corrente do governo. A única fonte “autônoma” de demanda capaz de induzir uma aceleração do crescimento é a demanda por exportações. Em outras palavras, o modelo de crescimento da economia brasileira deve ser do tipo “*export-led growth*”.

A oferta de moeda não se ajusta a desequilíbrios de longo prazo, mas como ela não é significativa, não é possível afirmar que essa variável tenha alguma influência sobre Y e I. Dessa forma, parece pouco provável que a política monetária tenha efeitos persistentes sobre o crescimento da economia brasileira. Isso porque, o ritmo de crescimento do volume de meios de pagamento no sentido amplo parece não ter influência estatisticamente significativa sobre o comportamento do PIB real e/ou do investimento.

Exceto pela oferta de moeda, os resultados apresentados na presente seção são muito similares aos encontrados por Atesoglu (2002). As relações de causalidade dão suporte à abordagem Keynesiana apresentada na seção anterior segundo a qual as exportações e os gastos do governo são as fontes fundamentais de crescimento econômico no longo-prazo; fazendo-se a ressalva de que, no caso brasileiro, em função da forte crise fiscal, não parece ser possível puxar o crescimento da economia por intermédio de uma política de expansão dos gastos de consumo corrente do governo. A saída para a retomada do crescimento da economia brasileira a altas taxas é optar por um modelo do tipo “*export-led growth*”.

2.2. A taxa natural de crescimento da economia brasileira é endógena?

Na presente sub-seção pretendemos testar a endogeneidade da taxa natural de crescimento para a economia brasileira. Essa seção é baseada em um estudo realizado por Ledesma e Thirlwall (2002). Utilizando o conceito de Okun (1962 citado por Ledesma e Thirlwall 2002), a taxa natural de crescimento (g_n) é aquela que mantém constante o nível de desemprego. Okun (1962 citado por Ledesma e Thirlwall 2002) emprega a seguinte especificação para a variação no nível percentual do desemprego:

$$\Delta\%U = a - b(g) \quad (2.1)$$

onde U é o nível de desemprego, g é a taxa de crescimento do produto, a e b são duas constantes. Pela equação (2.1), quando $\Delta\%U = 0$, a taxa natural de crescimento é definida por a/b .

Pelo fato de que algumas pessoas deixam de procurar trabalho quando a taxa de crescimento é baixa, é possível que o coeficiente seja subestimado. Nesse caso, a taxa de crescimento da economia também seria subestimada. Por outro lado, em períodos de elevado crescimento parte do trabalho adicional necessário para aumentar a produção é proveniente de trabalho que estava ocioso e por horas extras. Assim, o b acaba sendo subestimado, o que leva a uma sobrestimação da taxa natural de crescimento. Assim, a taxa natural de crescimento pode ser sub ou sobrestimada dependendo de qual dos dois efeitos prevalecer.

Uma abordagem diferente para estimar a taxa natural de crescimento na tentativa de contornar tais problemas, foi desenvolvida por Thirlwall (1969):

$$g = a_1 - b_1(\Delta\%U) \quad (2.2)$$

Na equação (2.2), quando a variação na taxa de desemprego é zero, temos que:

$$g = a_1 \quad (2.3)$$

Assim, a taxa natural de crescimento é definida pelo intercepto da equação de regressão. O problema de se utilizar a equação (2.2) é que a taxa natural de crescimento é endógena e, desse modo, os coeficientes estimados serão tendenciosos.

Uma vez estimada a taxa natural de crescimento, podemos criar uma variável *dummy* que tome o valor 1 (um) quando a taxa de crescimento da economia for maior do que a natural estimada pelas equações (2.1) ou (2.2) e 0 (zero) caso contrário. Com a introdução da variável *dummy*, temos a seguinte equação de regressão:

$$g = a_2 + b_2D + c_2(\Delta\%U) \quad (2.4)$$

onde D representa a variável *dummy*. Na especificação da equação (2.4) são estimadas duas taxas naturais de crescimento. A primeira é estimada para os períodos em que a taxa de crescimento é maior do que a natural dada pela equação (2.2). Nesse caso, a taxa natural de crescimento é igual a $a_2 + b_2$. A segunda é estimada levando em consideração os períodos em que a taxa de crescimento é menor do que a natural dada pela equação (2.2). Nesse caso, a taxa natural é a_2 .

Por ser uma taxa natural, seria de se esperar que ela não se alterasse com variações que viessem a ocorrer na taxa de crescimento da economia. Se isso é verdade, o coeficiente da variável *dummy* não é significativo. Caso contrário, a taxa natural de crescimento (gn) seria endógena, respondendo a mudanças que ocorram na taxa de crescimento da economia (g).

A base de dados utilizada no presente estudo para realizar a análise de regressão é composta pelas variáveis PIB e desemprego. O nível de desemprego é proveniente da Pesquisa Mensal do Emprego (PME) do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Os dados são mensais, mas foram transformados em trimestrais a partir de uma média aritmética dos três meses de cada trimestre⁵. O Índice Encadeado do PIB tem como base o Sistema de Contas Nacionais do IBGE (IBGE/SCN)⁶. O período de análise vai do primeiro trimestre de 1980 até o último de 2002. As duas variáveis foram transformadas em taxas de crescimento e, desse modo, perdeu-se a primeira observação de cada série. Assim, restaram 91 observações para a realização da análise empírica.

Considerando as séries de dados trimestrais, as estimativas da taxa natural de crescimento (TNC), utilizando as equações (2.1) e (2.2), são dadas na Tabela 2.4:

⁵ A partir dos dados mensais, cada ano foi dividido em quatro trimestres pela soma do desemprego de cada três meses dividido por três. 1º trimestre: taxa de desemprego de (Janeiro + Fevereiro + Março)/3; 2º trimestre: taxa de desemprego de (Abril + Maio + Junho)/3; 3º trimestre: taxa de desemprego de (Julho + Agosto + Setembro)/3; 4º trimestre: taxa de desemprego de (Outubro + Novembro + Dezembro)/3.

⁶ Série encadeada do índice trimestral de base móvel com ajuste sazonal, com média 1990 = 100.

Tabela 2.4. Estimação da taxa natural utilizando as equações de Okun e de Thirlwall

método		intercepto	Coefficiente angular	DW	R ² Aj.	TNC
Equação (1)	RR	1,61 (0,99)	-2,70*** (3,49)	2,32	0,11	0,60
Equação (2)	MQO	0,59*** (2,99)	-0,053*** (4,12)	1,89	0,15	0,59

Notas: *** é significativo ao nível de 1%; ** é significativo ao nível de 5%; * é significativo ao nível de 10%. MQO é o Método dos Mínimos Quadrados Ordinários; RR é o método de regressão robusta para corrigir problemas de não-normalidade dos resíduos e heterocedasticidade. DW é o valor do teste de Durbin-Watson para autocorrelação de primeira ordem; R² Aj. é o R² Ajustado; e TNC é a Taxa Natural de Crescimento.

A taxa de crescimento dada por cada uma das equações são muito semelhantes, o que dá maior credibilidade aos resultados encontrados, apesar dos possíveis problemas mencionados anteriormente.

Com uma taxa natural de crescimento em torno de 0,60% por trimestre, temos uma taxa anualizada próxima de 2,50%. Assim, segundo as equações de regressão utilizadas, podemos dizer que, entre 1980 e 2002, a taxa de crescimento que mantém a taxa de desemprego constante no Brasil ficou perto de 2,50.

Na Tabela 2.5, podemos ver os resultados das equações de regressão (2.4). A sigla MA na Tabela 2.5 implica que a taxa de crescimento do PIB é uma média móvel formada por três trimestres.

Tabela 2.5. Estimação da taxa natural utilizando as equações de Okun e de Thirlwall com variável Dummy

método		intercepto	coeficiente dummy	coeficiente angular	DW	R ² Aj.	TNC (g < g _n)	TNC (g > g _n)
Equação (4)	MQO	-0,84*** (-4,40)	2,85*** (10,40)	0,03*** (-3,35)	2,28	0,61	-0,84	2,01
Equação (4) MA	PWER	-0,26* (-1,66)	1,56*** (10,26)	0,011** (-2,14)	1,82	0,54	-0,26	1,3

Notas: *** é significativo ao nível de 1%; ** é significativo ao nível de 5%; * é significativo ao nível de 10%. MQO é o Método dos Mínimos Quadrados Ordinários; PWER é o método de Prais-Winsten para corrigir problemas de autocorrelação; PWER é o método de Prais-Winsten com erros robustos para corrigir problemas de autocorrelação e heterocedasticidade. DW é o valor do teste de Durbin-Watson para autocorrelação de primeira ordem; R² Aj. é o R² Ajustado; TNC é a Taxa Natural de Crescimento; e MA é a equação de regressão utilizando médias móveis de três trimestres.

Os resultados da regressão (2.4) indicam que a taxa natural de crescimento responde ao crescimento que ocorre de fato na economia. Por exemplo, pelos resultados da primeira linha poderíamos dizer que em períodos de elevado crescimento, a taxa natural fica em torno de 8%, enquanto que em períodos de baixo crescimento ou recessão, a taxa natural é negativa, ficando próxima de -3,5%.

Cabe lembrar que os dados são trimestrais e, desse modo, a amplitude de variação é grande. Essa é outra vantagem de se utilizar médias móveis, pois acabam suavizando as oscilações que ocorrem de um semestre para outro. Isso fica claro quando analisamos a segunda linha da Tabela 2. Nesse caso, a taxa natural de crescimento anual em períodos de bonança ficaria em torno de 5,2%, enquanto que em tempos mais tempestuosos, ela ficaria próxima de -1%.

Os testes indicam que a taxa natural de crescimento da economia brasileira é uma variável endógena, podendo assim ser afetada pelas condições de demanda prevalentes na economia brasileira. Além disso, verificamos que as estimativas para a taxa natural de crescimento (nos períodos de *boom*) variam entre 5,2% a.a. e 8% a.a. Portanto, ao que tudo indica a economia brasileira pode crescer a taxas muito superiores a 3,5% a.a. sem gerar pressões inflacionárias. As restrições ao crescimento da economia brasileira não advêm, portanto, das condições de oferta da economia, mas do lado da demanda agregada⁷.

3. Conclusões

Ao longo deste artigo discutimos a economia do crescimento puxado pela demanda agregada, tendo como objetivo responder a duas perguntas fundamentais, a saber: i) por que o ritmo de crescimento da economia brasileira se desacelerou nas últimas duas décadas relativamente ao período 1950-1980; ii) o que deve ser feito, em termos de formulação de política econômica, para uma aceleração sustentável do crescimento da economia brasileira?

No que se refere a primeira pergunta rejeitamos a resposta baseada na metodologia da contabilidade do crescimento segundo a qual, na ausência de reformas do lado da oferta, a economia brasileira pode crescer, no máximo, a uma taxa de 3,5% a.a no longo-prazo.

Nossa resposta a primeira pergunta tem como fundamento a teoria do crescimento puxado pela demanda agregada. Com efeito, os testes econométricos realizados na seção 4 do presente artigo mostram que 95% do crescimento do PIB real no período 1990-2005 é explicado por variáveis do lado da demanda agregada da economia, corroborando a hipótese

⁷ Com isso não queremos dizer, contudo, que não possam existir gargalos de infra-estrutura – como, por exemplo, na geração de energia elétrica e na conservação das rodovias federais – que reduzam as perspectivas de crescimento de longo-prazo. Esses gargalos existem e sua eliminação é condição necessária para a retomada do crescimento da economia brasileira a taxas mais robustas. No entanto, trata-se de um problema setorial que pode ser resolvido mediante uma estrutura adequada de financiamento de obras públicas. O que afirmamos aqui é que as condições gerais de oferta da economia – ou seja, o ritmo de crescimento da força de trabalho e o ritmo de crescimento da produtividade do trabalho – não são um impedimento a um crescimento mais rápido da economia brasileira num contexto de estabilidade da taxa de inflação.

de crescimento puxado pela demanda agregada para a economia brasileira. Nesse contexto, a economia brasileira teria enfrentado uma desaceleração no ritmo de crescimento no início dos anos 1980 devido ao esgotamento do padrão de expansão da demanda agregada vigente desde 1964, qual seja: a expansão dos gastos de consumo em bens duráveis de luxo viabilizado por uma crescente concentração de renda nas classes média e alta. Dessa forma, a semi-estagnação da economia brasileira resulta da inexistência, nas condições atuais, de um modelo consistente de expansão da demanda agregada.

Os testes econométricos também mostraram que o multiplicador dos gastos de consumo corrente do governo é aproximadamente igual a 0,37 de tal forma que um aumento de 1% dos gastos de consumo corrente do governo irá resultar num aumento de 0,37% do PIB real brasileiro. Tomando-se como base uma carga tributária de cerca de 40% do PIB, segue-se que um aumento de 1% dos gastos de consumo corrente do governo irá aumentar a receita tributária em apenas 0,15% do PIB. Daqui se segue que em função da crise fiscal do Estado Brasileiro, expressa pela combinação entre elevada dívida pública como proporção do PIB, carga tributária elevada e reduzido investimento público em obras de infra-estrutura; não é possível puxar o crescimento da economia brasileira por intermédio de uma política de expansão dos gastos de consumo corrente do governo. A única alternativa disponível é a adoção de um modelo de crescimento do tipo *export-led*.

A adoção desse modelo de crescimento exige a adoção de políticas que visem aumentar a elasticidade renda das exportações – o que teria o efeito de aumentar a taxa de crescimento de longo-prazo da economia brasileira – de forma que a mesma não atrapalhe o crescimento de longo-prazo.

Por fim, deve-se destacar que, com base na metodologia desenvolvida por Ledesma e Thirwall (2002), mostramos que a taxa natural de crescimento da economia brasileira é endógena, ajustando-se em larga medida ao ritmo de crescimento da demanda agregada. Sendo assim, parecem não existir obstáculos do lado da oferta agregada – entendida como a disponibilidade de força de trabalho e o ritmo de crescimento da produtividade do trabalho – a um crescimento mais robusto da economia brasileira.

Referências Bibliográficas

- ATESOGLU, H.S. (2002). “Growth and Fluctuations in the USA: a demand oriented approach”
In: SETTERFIELD, M. (org.). *The Economics of Demand-Led Growth*. Edward Elgar: Aldershot.
- BRESSER-PEREIRA, L.C. (2004). *Desenvolvimento e Crise no Brasil*. Editora 34: São Paulo.
- LEDESMA, M.L. (2002). “Accumulation, Innovation and Catching-up: an extended cumulative growth model”. *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 26, n.2.
- LEDESMA, M.L; THIRLWALL, A. (2002). “The Endogeneity of the Natural Rate of Growth”.
Cambridge Journal of Economics, Vol. 26, N.4.
- PARK, H.M. (2003). Testing Normality in SAS, STATA, and SPSS. Site:
<http://pytheas.ucs.indiana.edu>. Site acessado em 09/09/2006.
- THIRLWALL, A. (1969). “Okun’s Law and the natural rate of growth. *The Southern Economic Journal*, Vol. 36, N. 1.

Estimativa do produto potencial para a economia brasileira – 1992 a 2007

*José Ronaldo de Castro Souza Júnior**

Introdução

O produto potencial é uma variável macroeconômica da maior importância, seja para avaliações quanto às possibilidades de crescimento econômico no médio e no longo prazos, seja para as análises conjunturais. Os responsáveis pela política econômica precisam monitorar o desempenho da economia e conhecer seu potencial de crescimento, controlando para o efeito das variações cíclicas. É importante distinguir os aumentos do PIB que se devem exclusivamente aos choques de demanda (em geral, de efeitos transitórios e, possivelmente, inflacionários) daqueles que resultam de um crescimento concomitante da capacidade de oferta. Analogamente, é preciso distinguir se uma determinada redução do crescimento do PIB é resultado de um choque negativo de demanda (possivelmente deflacionário) ou de um choque negativo de oferta que poderia acelerar a inflação. Assim, tanto do ponto de vista da gestão macroeconômica, notadamente das políticas monetária e fiscal, como da estratégia de crescimento, torna-se relevante contar com medidas atualizadas e fidedignas sobre os ciclos econômicos e o potencial produtivo da economia brasileira.

Por ser uma variável não-observável, há diferentes abordagens para se definir e se estimar o produto potencial. Neste trabalho, o produto potencial será definido como a capacidade de produção de bens e serviços da economia em níveis que não geram pressões inflacionárias. Dessa forma, é um conceito mais econômico do que físico, embora dependa da capacidade produtiva em sentido estrito, isto é, aquela capacidade determinada pelo estoque de máquinas, equipamentos, construções, mão-de-obra e pela produtividade dos mesmos. No longo prazo, o PIB efetivo não pode crescer a taxas médias mais elevadas que as do produto potencial. Isso significa que o crescimento da economia pode ser maior ou menor do que o crescimento potencial no curto prazo mas, na média, para períodos mais longos esses dois indicadores devem coincidir.

Com o objetivo de contribuir para o debate sobre o PIB potencial, este texto se propõe a fazer uma breve discussão sobre a principal metodologia de estimação da variável, a função de produção e, em seguida, mostrar os principais resultados da estimativa para a economia brasileira para o período de 1992 a 2007 (até o segundo trimestre).

* Diretoria de Estudos Macroeconômicos do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea).

Metodologia

Não há uma metodologia de estimativa do PIB potencial ideal para todos os tipos de aplicação e para todos os países.⁸ Por isso, nas análises de curto prazo o formulador de política econômica — principalmente, da política monetária — precisa avaliar também uma série de indicadores conjunturais. É preciso acompanhar, por exemplo: os indicadores econômicos setoriais; o nível de confiança dos consumidores; o nível atual e as previsões para taxa de câmbio e inflação; e as tendências do PIB, da taxa de desemprego e do nível de utilização da capacidade instalada (NUCI).

Nas análises de médio e longo prazos, por sua vez, o mais importante é analisar a evolução da capacidade de crescimento sustentável da economia. Dessa forma, torna-se fundamental estimar o PIB potencial através da análise da evolução dos determinantes da capacidade de oferta: capital, trabalho e produtividade total dos fatores (PTF). Dado que o produto potencial deve refletir o “lado da oferta” da economia, uma forma intuitiva de estimá-lo é especificar a função de produção e estimar o valor do produto supondo que todos os fatores da economia sejam plenamente utilizados.

Essa metodologia é empregada por importantes instituições como o Fundo Monetário Internacional (FMI) [ver, por exemplo, De Masi (1997)], a Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) [Giorno et alii (1995)], a Comissão Européia [Denis, Mc Morrow e Roeger (2002)], o Banco Central Europeu (BCE) [Willman (2002)] e o Congressional Budget Office [CBO (2001)] dos Estados Unidos. A abordagem da função de produção também foi recomendada por um grupo de especialistas, liderados por Jean Philippe Cotis, do Comitê de Política Econômica [Economic Policy Committee - EPC (2001)], da Comissão Européia, formado para revisar as metodologias de estimação do produto potencial.⁹

Em geral, supõe-se que a estrutura produtiva da economia seja representada pela função Cobb-Douglas com retornos constantes de escala:

$$Y_t = A_t (K_t C_t)^\alpha [L_t (1 - U_t)]^{(1-\alpha)} \quad (1)$$

⁸ Souza Jr. (2005) faz uma discussão sobre as principais vantagens e desvantagens das metodologias mais utilizadas na literatura internacional para se estimar o produto potencial.

⁹ O grupo foi composto por especialistas do próprio EPC, de instituições dos países-membros da União Européia (UE) e outras instituições internacionais como o FMI e a OCDE.

onde $0 \leq \alpha \leq 1$, Y é o PIB efetivo, K_t representa o estoque de capital, L_t é a população economicamente ativa (PEA) e A_t é a PTF. O estoque de capital, K_t , é corrigido por algum indicador do NUCI, denominado C_t , para representar a parcela do capital efetivamente empregada. O mesmo deve ser feito em relação ao fator trabalho, que é corrigido pela taxa de desemprego, U_t . Antes de se estimar o PIB potencial, porém, é necessário estimar a PTF:

$$\ln A_t = -\alpha \ln(K_t C_t) - (1 - \alpha) \ln[L_t (1 - U_t)] + \ln Y_t \quad (2)$$

O próximo passo consiste em estimar os níveis potenciais (ou de pleno emprego) de cada insumo e decompor a PTF por um método estatístico (no caso, o filtro Hodrick-Prescott) a fim de se encontrar seu componente de tendência. Chega-se, então, ao produto potencial através da função de produção:

$$\bar{Y}_t = \bar{A}_t (K_t \bar{C}_t)^\alpha [L_t (1 - \bar{U}_t)]^{(1-\alpha)} \quad (3)$$

A metodologia adotada para se calcular a função de produção, assim como os dados relativos à oferta de mão-de-obra, ao estoque de capital e aos níveis de desemprego e de utilização da capacidade instalada médios da economia brasileira são descritos de forma detalhada por Souza Jr. (2005).

Apesar de suas qualidades e do grande número de economistas e instituições internacionais que empregam esse método, existem alguns pontos controversos que podem afetar a qualidade da estimativa. Os mais relevantes são: a estimativa dos níveis de pleno emprego dos fatores de produção e a mensuração confiável de tais fatores. No caso do Brasil, por exemplo, não há levantamentos tão detalhados e confiáveis sobre estoque de capital (e depreciação) como os estudos feitos pelo *Bureau Of Economic Analysis* (BEA) para os EUA.¹⁰

Fontes do crescimento econômico de 1992 a 2007

Como já destacado, antes de se chegar ao PIB potencial, é preciso estimar a PTF. A tabela 1 e o gráfico 1 mostram o desempenho da produtividade da economia brasileira, no período de 1992 ao segundo trimestre de 2007, estimado com base no Sistema de Contas

¹⁰ Ver, por exemplo, BEA (1997 e 2003).

Nacionais (SCN) Referência 2000 do IBGE a partir dos dados trimestrais.¹¹ Mostram também a contribuição de cada fator de produção (capital e trabalho) para o crescimento econômico do período.

No primeiro período (1992-1997), a produtividade foi o componente que deu a maior contribuição ao crescimento, sendo responsável por mais de 40% do total. A abertura da economia brasileira verificada na década de 1990 e a utilização da chamada “âncora cambial” para o controle da inflação, entre 1994 e 1998, afetaram negativamente o mercado de trabalho. A necessidade de elevação da produtividade com o objetivo de tornar os produtos nacionais mais competitivos em relação aos produtos importados, gerou uma pressão para o aumento do desemprego e pode ter motivado a baixa contribuição da mão-de-obra.

O período seguinte, de 1998 ao terceiro trimestre de 2003, caracterizou-se pelo baixo crescimento da economia, pela forte queda da formação bruta de capital fixo (FBCF) e pela reversão da tendência de alta da produtividade. A população ocupada, por outro lado, passou a crescer mais.

Tabela 1. Contribuições para o crescimento econômico entre trimestres, por período

	Capital $K_t C_t$	Trabalho $L_t (1 - U_t)$	PTF A_t	PIB (soma)
1992 T1 - 1997 T4 (composição)	1,40%	0,80%	1,70%	3,90%
Crescimento dos fatores	3,50%	1,20%	1,70%	
1998 T1 - 2003 T3 (composição)	0,50%	1,20%	-0,20%	1,60%
Crescimento dos fatores	1,20%	2,00%	-0,20%	
2003 T4 - 2007 T2 (composição)	1,20%	1,50%	1,40%	4,20%
	3,10%	2,50%	1,40%	

Fonte: IBGE

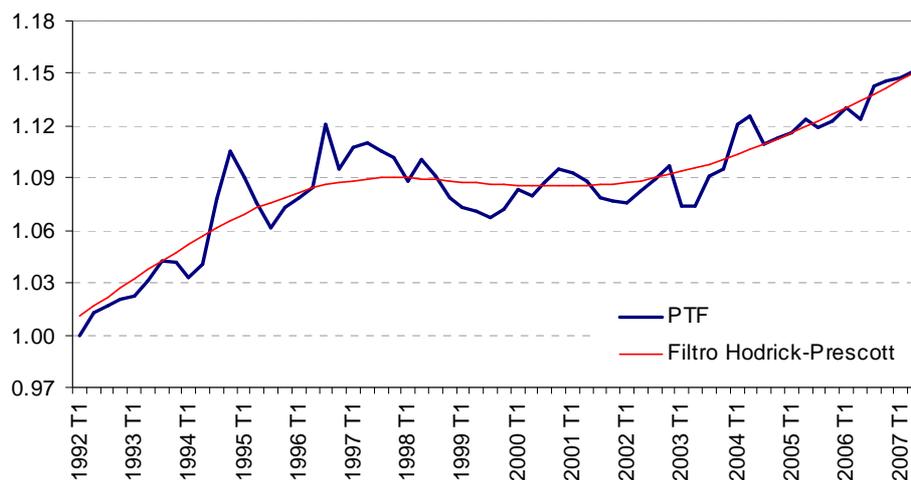
Nota: Taxas dessazonalizadas anualizadas, em%

A partir do último trimestre de 2003, verificou-se uma aceleração do crescimento econômico, com ganho ainda maior do pessoal empregado e nova reversão da tendência da produtividade. No período do último trimestre de 2003 ao segundo trimestre de 2007, a produtividade da economia brasileira cresceu a uma taxa média similar à do período 1992-1997. A tendência da produtividade, que é estimada pelo filtro Hodrick-Prescott (HP) e será usada para se calcular o produto potencial, apresenta um crescimento de 1,4% ao ano (a.a.) no

¹¹ A nova metodologia do SCN (Referência 2000) foi aplicada integralmente aos dados do ano 2000 em diante. Os índices trimestrais de volume do SCN, no entanto, foram recalculados através de um procedimento de retroposição para o período 1991-1999.

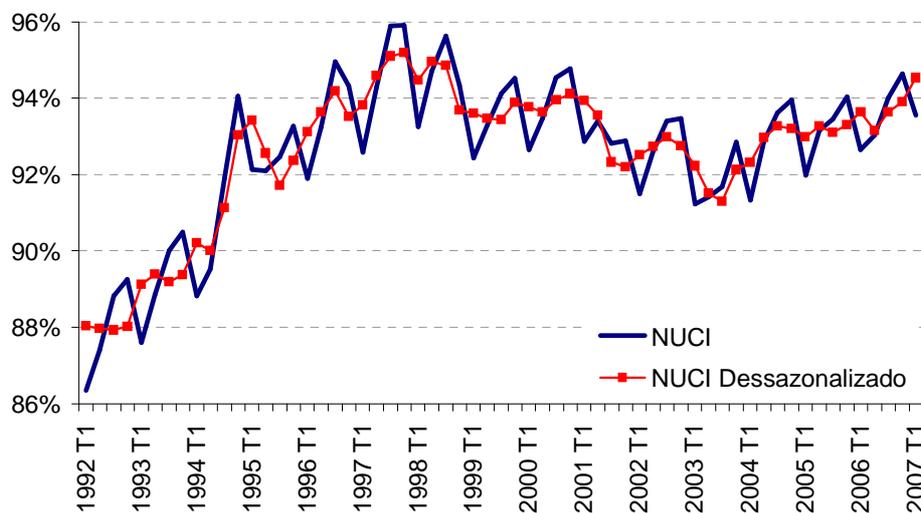
final do período – como mostra a tabela A.1 (em anexo).¹² A contribuição do capital foi influenciada positivamente não só pelo aumento do crescimento dos investimentos, como também pela ocupação da capacidade ociosa a partir do quarto trimestre de 2003, como pode ser visto no gráfico 2.

Gráfico 1. Produtividade total dos fatores (PTF)
(Índice: 1992T1 = 1,00)



Fonte: Elaboração própria

Gráfico 2. Nível de utilização da capacidade instalada (NUCI): média da economia



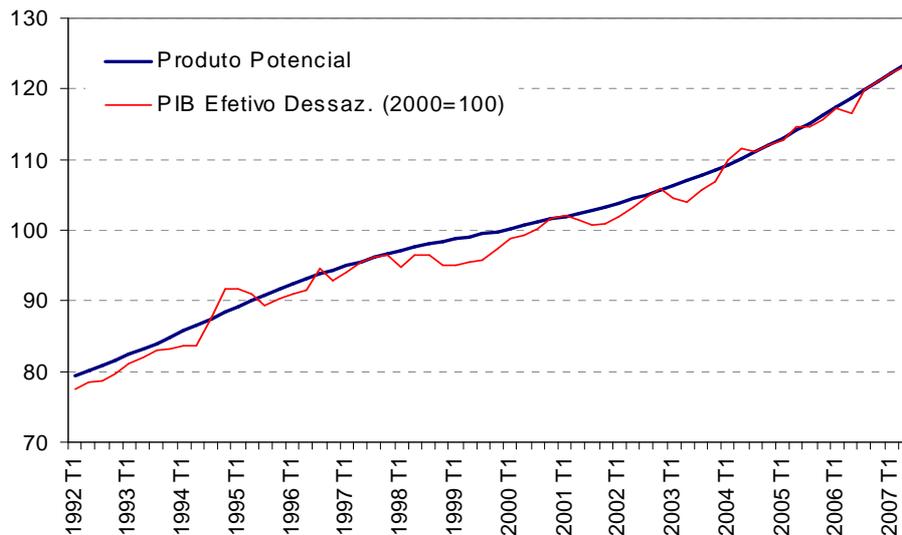
Fonte: Elaboração própria

¹² Com o objetivo de minimizar um possível viés de fim de amostra na estimativa do filtro HP, supôs-se que a produtividade continuará a crescer, em média, 1,4% a.a. até 2010. Essa hipótese foi feita com base nos dados mais recentes e nas projeções sobre o comportamento da economia brasileira, que apontam para a continuidade do crescimento da PTF.

Produto potencial

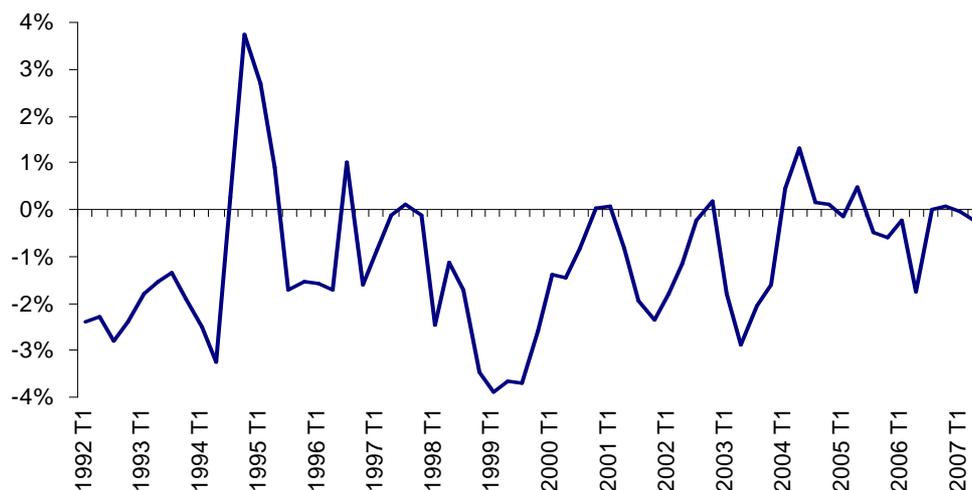
Os resultados finais das estimativas do produto potencial e do hiato de produto são mostrados nos gráficos 3 e 4. A tabela A.1 do anexo mostra as taxas de crescimento do produto potencial, do estoque de capital, da produtividade e do PIB a preços de mercado.

Gráfico 3. Produto potencial versus PIB efetivo dessazonalizado
(Índice: PIB de 2000 = 100)



Fonte: IBGE. Elaboração própria

Gráfico 4. Hiato do produto (em %)

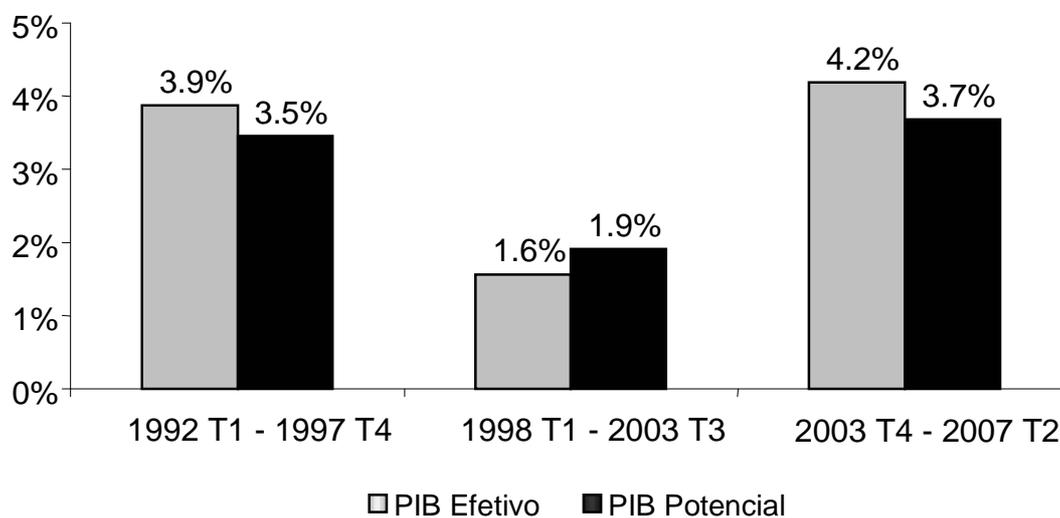


Fonte: Elaboração própria

O desempenho do hiato indica que o PIB brasileiro estava próximo ou acima de seu potencial no período após o Plano Real até o final de 1997, do final de 2000 ao início de 2001, no final de 2002 e após a recuperação da economia iniciada no final de 2003. Nos demais períodos, o produto distanciou-se de seu potencial devido à implementação de políticas econômicas restritivas e, em 2001, em virtude de um choque negativo de oferta (de energia elétrica). A elevação da taxa de juros ocorrida em 2004, no entanto, não gerou uma redução do crescimento econômico tão acentuada quanto a que se verificou em períodos anteriores. Essa política restritiva iniciada em 2004 ajudou a conter a alta da inflação, mas não gerou uma capacidade ociosa suficiente que permitisse um crescimento econômico posterior a taxas mais elevadas que as taxas de crescimento do produto potencial por um longo período.

O gráfico 5 mostra que no período de baixo crescimento econômico, de 1998 ao terceiro trimestre de 2003, o PIB cresceu abaixo de seu potencial – gerando um aumento da capacidade ociosa (ver gráfico 2). Por outro lado, no período iniciado no final de 2003, a taxa média de crescimento do PIB efetivo foi maior que o crescimento do potencial, o que resultou na maior ocupação da capacidade ociosa da economia.

Gráfico 5. Taxas dessazonalizadas anualizadas de crescimento: PIB Efetivo x PIB Potencial (Entre trimestres, por período)



Fonte: Elaboração própria

Conclusões

A metodologia da função de produção, apesar de suas limitações, continua a ser a mais indicada para análises sobre o produto potencial. As estimativas feitas neste trabalho para a economia brasileira indicam que o produto potencial, que vinha crescendo pouco no

período de 1998 a 2003 inicia, a partir do último trimestre de 2003, um processo de recuperação do crescimento baseado fundamentalmente no aumento dos investimentos e da produtividade. Apesar dessa melhora, o nível do hiato do produto nos últimos trimestres indica que não há capacidade ociosa suficiente para sustentar um crescimento a taxas mais elevadas que a taxa de crescimento do produto potencial por vários períodos seguidos sem gerar riscos inflacionários. Portanto, para que o PIB possa crescer de forma sustentável em níveis acima de 4,5% e 5% nos próximos anos será necessário estimular o aumento da produtividade e dos investimentos.

Por outro lado, o forte aumento dos investimentos em máquinas e equipamentos, principalmente importados, observado no período mais recente, pode gerar ganhos adicionais de produtividade elevando o crescimento do produto potencial – na medida em que novas tecnologias produtivas são incorporadas à indústria brasileira.

Referências bibliográficas

- BEA - Bureau of Economic Analysis. *The Measurement of Depreciation in the U.S. National Income and Product Accounts*. Washington, DC: U.S. Government Printing Office, set. 1997.
- BEA - Bureau of Economic Analysis. *Fixed Assets and Consumer Durable Goods in the United States, 1925–99*. Washington, DC: U.S. Government Printing Office, set. 2003.
- CBO – CONGRESSIONAL BUDGET OFFICE *CBO's method for estimating potential output: an update*. Washington, 2001. 43 p.
- DE MASI, P. R. *IMF estimates of potential output: theory and practice*. Washington: International Monetary Fund, 1997, 13 p. (IMF Working Paper, n. 97/177).
- DENIS, C.; Mc MORROW, K.; ROEGER, W. *Production function approach to calculating potential growth and output gaps: estimates for the EU member states and the US*. Brussels: European Commission, 2002, 82 p. (Economic Papers, n.176).
- EPC – ECONOMIC POLICY COMMITTEE *Report on potential output and output gap*. Brussels: European Commission, 2001. 10 p.
- GIORNO, C.; RICHARDSON, P.; ROSEVEARE, D.; VAN DEN NOORD, P. *Estimating potential output, output gaps and structural budget balances*. Paris: Organization for Economic Co-Operation and Development (OECD), 1995, 53 p. (Working Paper, n. 152).
- SOUZA JÚNIOR, J. R. C. *Produto potencial: conceitos, métodos de estimação e aplicação à economia brasileira*. Rio de Janeiro: Ipea, 2005 (Texto para discussão, n. 1.130).
- WILLMAN, A. *Euro Area production function and potential output: a supply side system approach*. Frankfurt: European Central Bank, 2002, 53 p. (Working Paper, n. 153).

ANEXO

Tabela A.1. Taxa de crescimento produto potencial, estoque de capital, produtividade e PIB (Últimos quatro trimestres/quatro trimestres imediatamente anteriores, em %)

Trimestre	Produto Potencial	Estoque de Capital	Produtividade (tendência) ⁽¹⁾	PIB _{PM}
1995 T1	4,08%	2,02%	1,76%	6,89%
1995 T2	4,08%	2,22%	1,68%	8,53%
1995 T3	4,04%	2,38%	1,58%	7,50%
1995 T4	3,95%	2,46%	1,47%	4,42%
1996 T1	3,80%	2,47%	1,35%	1,84%
1996 T2	3,62%	2,43%	1,23%	0,04%
1996 T3	3,43%	2,39%	1,10%	1,11%
1996 T4	3,24%	2,36%	0,97%	2,15%
1997 T1	3,07%	2,40%	0,84%	3,25%
1997 T2	2,92%	2,49%	0,71%	4,23%
1997 T3	2,77%	2,61%	0,57%	3,08%
1997 T4	2,64%	2,75%	0,43%	3,38%
1998 T1	2,49%	2,83%	0,30%	2,68%
1998 T2	2,34%	2,87%	0,18%	1,82%
1998 T3	2,18%	2,85%	0,07%	1,39%
1998 T4	2,03%	2,78%	-0,02%	0,04%
1999 T1	1,89%	2,67%	-0,10%	-0,02%
1999 T2	1,76%	2,52%	-0,16%	-0,58%
1999 T3	1,64%	2,34%	-0,20%	-0,80%
1999 T4	1,55%	2,14%	-0,22%	0,25%
2000 T1	1,50%	1,99%	-0,22%	1,24%
2000 T2	1,50%	1,91%	-0,21%	2,43%
2000 T3	1,54%	1,90%	-0,18%	3,77%
2000 T4	1,60%	1,95%	-0,14%	4,31%
2001 T1	1,64%	2,01%	-0,10%	4,02%
2001 T2	1,66%	2,06%	-0,06%	3,61%
2001 T3	1,65%	2,11%	0,00%	2,59%
2001 T4	1,67%	2,13%	0,05%	1,31%
2002 T1	1,72%	2,11%	0,12%	0,49%
2002 T2	1,82%	2,04%	0,18%	0,38%
2002 T3	1,96%	1,94%	0,26%	1,25%
2002 T4	2,11%	1,83%	0,34%	2,66%
2003 T1	2,25%	1,74%	0,42%	3,24%
2003 T2	2,37%	1,67%	0,51%	3,01%
2003 T3	2,46%	1,59%	0,60%	2,20%
2003 T4	2,54%	1,52%	0,69%	1,15%
2004 T1	2,63%	1,49%	0,77%	1,85%
2004 T2	2,73%	1,51%	0,85%	3,49%
2004 T3	2,84%	1,58%	0,93%	4,63%
2004 T4	2,97%	1,70%	1,00%	5,71%
2005 T1	3,11%	1,80%	1,05%	5,09%
2005 T2	3,29%	1,86%	1,11%	3,90%
2005 T3	3,48%	1,89%	1,15%	3,40%
2005 T4	3,65%	1,90%	1,20%	2,94%
2006 T1	3,82%	1,92%	1,23%	3,26%
2006 T2	3,88%	1,96%	1,27%	2,90%
2006 T3	3,94%	2,01%	1,30%	3,28%
2006 T4	3,98%	2,07%	1,34%	3,70%
2007 T1	3,99%	2,15%	1,36%	3,77%
2007 T2	4,03%	2,26%	1,39%	4,78%

Fonte: IBGE e elaboração própria.

(1) Produtividade total dos fatores (PTF) suavizada pelo filtro Hodrick-Prescott (HP).

Crescimento econômico sustentável ou novamente o vôo da galinha?

*Luciano Nakabashi**
*Marcelo Curado***

1. Introdução

O objetivo do presente estudo é analisar o efeito da queda dos juros sobre o desempenho da economia brasileira. Essa mudança de cenário é fundamental para que a economia brasileira possa atingir taxas de crescimento econômico que sejam sustentáveis e em um nível que estejam na média ou acima dela quando comparada com o crescimento da economia mundial.

No entanto, devido à armadilha em que se encontra a economia brasileira, no qual o processo de crescimento da demanda pode gerar elevações nos preços e, portanto, induzir o Banco Central a abortar tal processo, é muito provável que não será em um futuro próximo que iremos assistir ao tão esperado processo de crescimento econômico sustentável.

2. Taxa de juros e seus efeitos no desempenho econômico brasileiro: 2001–2007

Com grande ajuda do desempenho da economia mundial, a economia brasileira tem apresentado uma perceptível melhora nos seus principais indicadores econômicos. O bom desempenho do setor exportador teve impactos positivos nas contas externas, reduzindo a vulnerabilidade da economia em relação a choques externos.

Esse melhora nas contas externas, aliada a uma elevada taxa de juros, aumenta a oferta de dólares de forma a valorizar o câmbio, o que se traduz em uma redução do preço dos produtos importados. A valorização do câmbio contribui, dessa forma, para o controle da inflação. Dados do Banco Central informam que este efeito do câmbio cumpriu nos últimos dois anos um papel relevante na manutenção da estabilidade de preços.

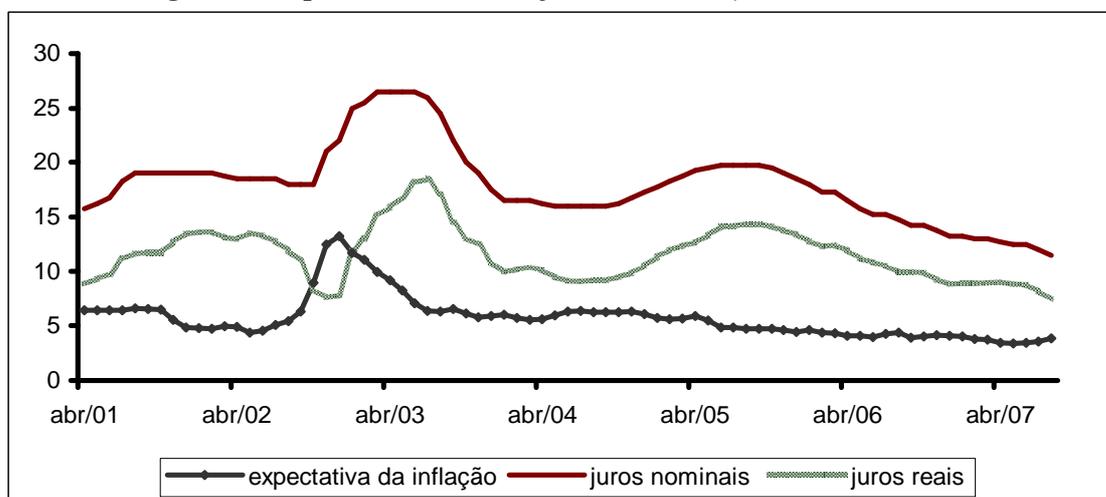
Com uma economia mais robusta em relação a choques externos e com a inflação controlada (Figura 1), os gestores do Banco Central do Brasil perceberam que era possível se iniciar um processo de redução da taxa de juros. Também podemos ver que após a taxa de juros nominal (taxa de juros anual - Selic - fixada pelo Copom) atingir um pico de 19,75%, no período de junho a setembro de 2005, iniciou-se um processo de queda dessa variável. A taxa

* Doutor em economia pelo CEDEPLAR/UFMG e professor adjunto do Departamento de Economia da UFPR. Endereço eletrônico: nakabashi@ufpr.br

** Doutor em economia pela UNICAMP, chefe e professor adjunto do Departamento de Economia da UFPR. Endereço eletrônico: mcurado@ufpr.br

de juros real, ou seja, taxa de juros nominal descontada pela expectativa média de inflação (IPCA - taxa acumulada para os próximos doze meses) seguiu um padrão semelhante:

Figura 1. Expectativa da inflação e taxas de juros nominais e reais



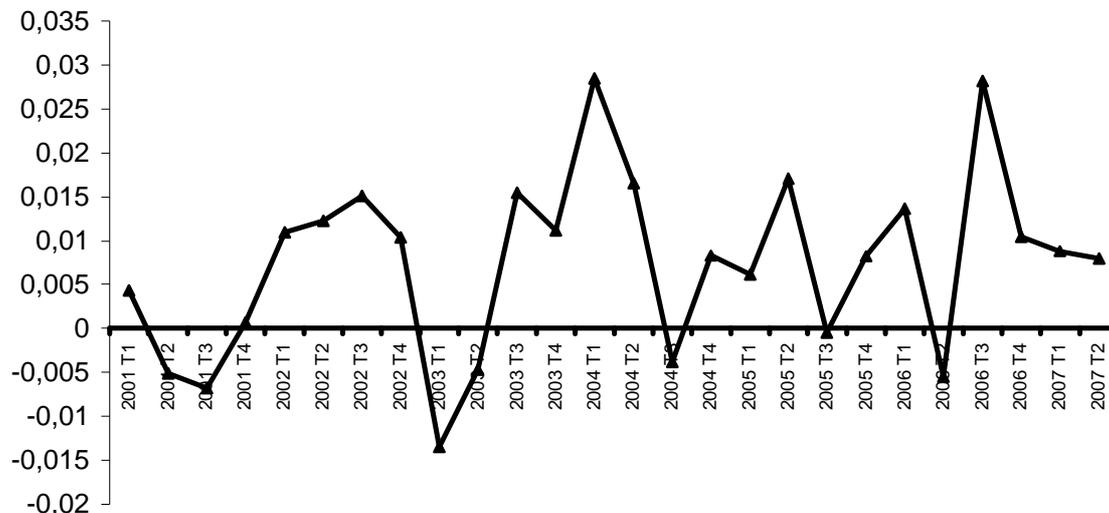
Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Banco Central do Brasil

Tal processo é essencial no estímulo ao crescimento, considerando seus impactos positivos sobre o nível de investimentos e de consumo de bens duráveis.

De fato, com o começo do processo de redução dos juros, em meados de 2005, os efeitos positivos sobre a economia começaram a ser sentidos já em 2006. Utilizando dados trimestrais, na Figura 2, podemos constatar uma leve melhora na taxa de crescimento do PIB nos trimestres dos anos de 2006 e 2007 em relação aos trimestres de 2005. Enquanto a média da taxa trimestral de crescimento do PIB em 2005 foi de 0,77%, em 2006 e 2007 elas foram de 1,17% e de 0,84%, respectivamente.

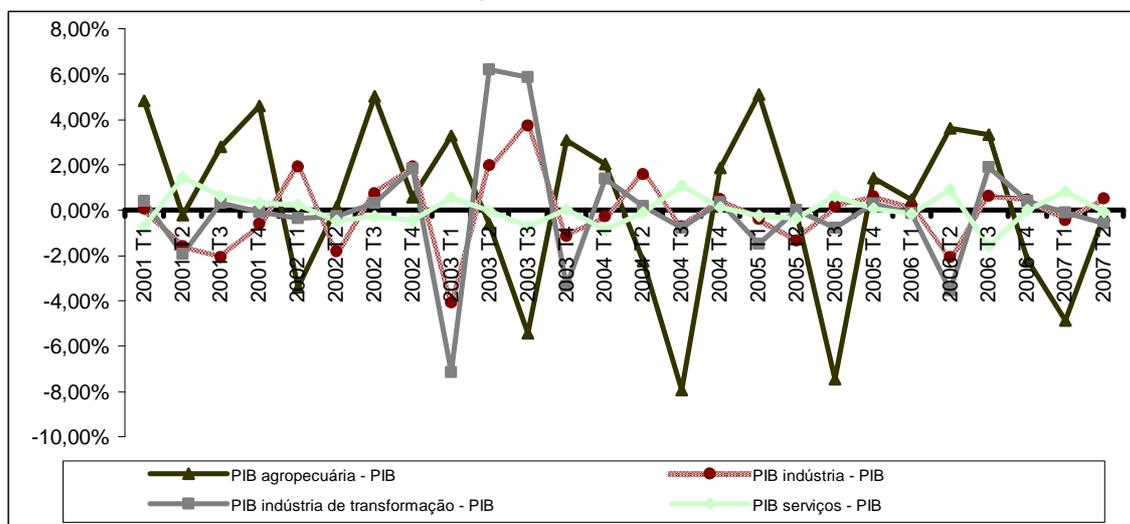
Na Figura 3 estão apresentadas as diferenças da taxa de crescimento do PIB de cada setor em relação à taxa de crescimento do PIB da economia como um todo. Pode-se notar que a indústria e, em particular, a indústria de transformação foram as mais beneficiadas a partir do final de 2006.

Figura 2. Taxa real trimestral de crescimento do PIB do Brasil



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Sistema de Contas Nacionais Trimestrais Referência 2000 (dados oriundos do banco Sidra) – IBGE

Figura 3. Diferença da taxa real trimestral de crescimento de cada um dos setores da economia em relação à taxa de crescimento do PIB



Fonte: elaboração própria a partir de dados do Sistema de Contas Nacionais Trimestrais Referência 2000 (dados oriundos do banco Sidra) – IBGE.

Obviamente, existem outras variáveis que são importantes na determinação do desempenho do PIB da economia e do PIB de cada um de seus setores, além da taxa de juros. No entanto, dada a importância desta na tomada de decisão de investimentos por parte dos empresários, é muito improvável que a queda dos juros não esteja afetando seu crescimento.

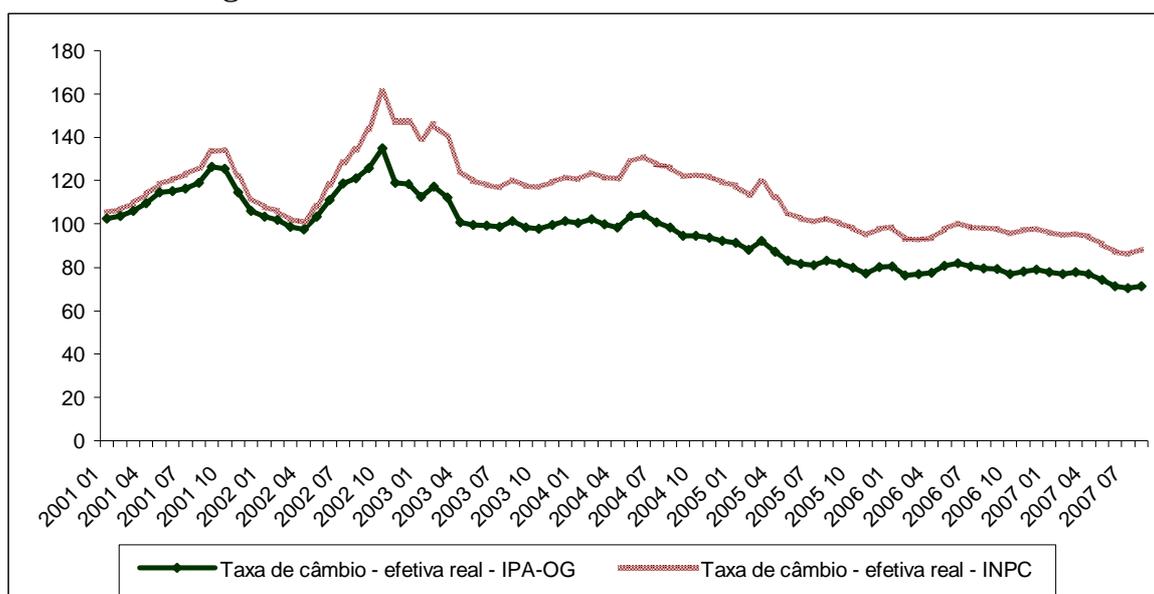
CURADO e NAKABASHI (2007) mostraram algumas evidências de que a taxa de câmbio é outra variável relevante na decisão de investimentos dos empresários e, desse modo,

no desempenho de cada um de seus setores. Adicionalmente, eles mostraram que os efeitos da valorização cambial parecem estar afetando negativamente o desempenho da indústria total e de transformação na margem, ou seja, seus efeitos só começaram a ser sentidos de uma maneira mais evidente a partir de 2005.

Os resultados parecem contraditórios. Isso ocorre devido à diferença nos dados utilizados por CURADO e NAKABASHI (2007) e aqueles empregados no presente estudo. Enquanto, no primeiro, os dados são anuais e as séries terminam em 2006, neste, os dados são trimestrais e vão até o segundo trimestre de 2007. Como a recuperação das participações da indústria e indústria de transformação no PIB da economia ocorreu a partir do final de 2006, o estudo de CURADO e NAKABASHI (2007) não foi capaz de capturar esse efeito.

Como a taxa de câmbio real ficou praticamente estável desde meados de 2005 até meados de 2007 (Figura 4), a recuperação do PIB da economia se deve, provavelmente, a queda dos juros que começou, justamente, em meados de 2005.

Figura 4. Taxa efetiva de câmbio real – 01/2001 a 08/2007



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IPEA.

Assim, a queda dos juros está, em certa medida, aliviando os efeitos negativos do câmbio valorizado no desempenho econômico brasileiro. Boa parte dos efeitos do câmbio valorizado parece ter sido absorvido, enquanto que as implicações da queda dos juros estão começando a transparecer.

As evidências dessa retomada ficam ainda mais claras quando se analisam os dados relativos às contratações realizadas no setor formal da economia. Analisando a ampliação dos

números de vínculos empregatícios no acumulado de janeiro a agosto de cada ano, ao longo dos últimos cinco anos (Tabela 1), observamos que, no Brasil, as contratações líquidas (admissões descontadas as demissões) em 2007 ficam atrás apenas dos números de 2004, ano em que a economia brasileira alcançou a maior taxa de crescimento da década.

Tabela 1. Evolução do número de contratações líquidas no setor formal da economia brasileira - Acumulado jan/ago (2003-2007)

Atividade	Período				
	2003	2004	2005	2006	2007
Total	677.912	1.466.446	1.219.236	1.207.070	1.355.824
1.Extrat mineral	5.465	8.271	8.316	10.088	8.110
2.Indust transformação	137.361	454.555	218.331	264.663	367.904
3.Serv ind ut pub	2.081	6.671	9.980	9.531	6.465
4.Construcao civil	-14.000	90.057	91.206	118.839	142.743
5.Comercio	94.183	214.875	205.361	129.979	161.160
6.Servicos	210.397	383.520	453.530	441.615	424.671
7.Adm publica	20.614	26.964	33.061	26.753	29.154
8.Agric.silvicult	220.986	281.477	199.400	205.602	215.617
9.Outros	825	56	51	0	0

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do CAGED (2007)

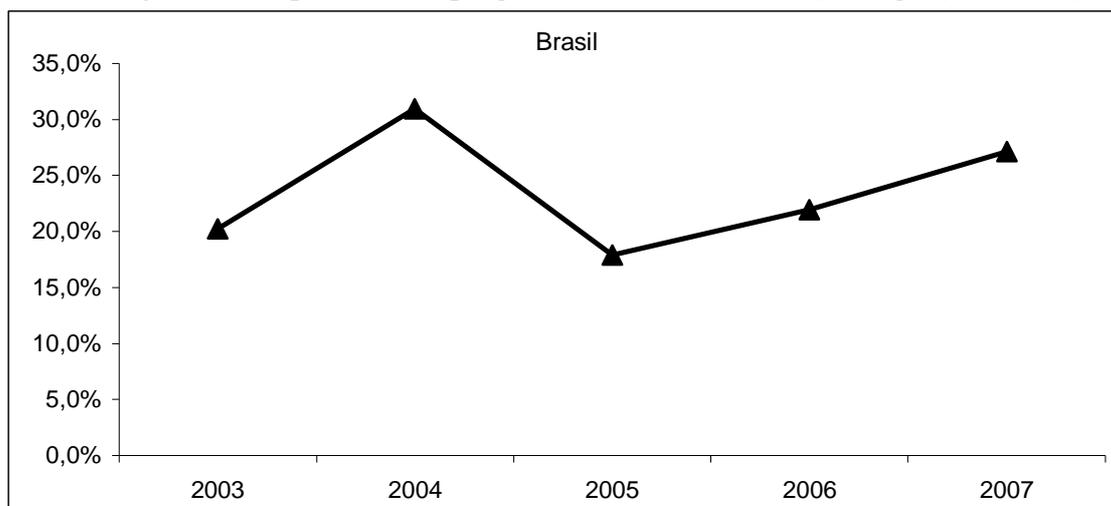
As contratações líquidas da indústria de transformação seguiram um padrão semelhante. No entanto, a retomada na geração líquida de empregos na indústria de transformação foi maior quando comparada com a criação líquida de empregos da economia como um todo. Isso fica claro de acordo com os dados apresentados na Figura 5, considerando os anos de 2006 e 2007 em relação ao ano de 2005.

O acompanhamento do desempenho da indústria e indústria de transformação é de extrema relevância, considerando o fato de que o desempenho desses setores pode ser fundamental na dinâmica de longo prazo da economia brasileira.

KALDOR (1957) enfatiza a importância da indústria sobre o crescimento econômico, visto os efeitos positivos gerados pelos investimentos realizados nesta na determinação do nível de tecnologia. Isso acontece porque, em muitos casos, há uma nova tecnologia incorporada nas novas máquinas e equipamentos e esse fenômeno é ainda mais importante no setor industrial¹³.

¹³ Keller (2004) enfatiza que tal efeito é amplificado em economias abertas, pois o comércio internacional disponibiliza bens que incorporam conhecimento externo, fornecendo tecnologia que, de outro modo, não estaria disponível ou que seria muito mais custosa para ser obtida.

Figura 5. Participação da geração líquida de empregos na indústria de transformação na criação total líquida de empregos – no acumulado de jan/ago (2003-2007)



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do CAGED (2007)

3. Até que ponto será possível reduzir os juros sem criar pressões inflacionárias?

A condição para o crescimento sem inflação é a existência de investimentos, em períodos anteriores, de forma a criar capacidade produtiva. No entanto, devido ao elevado nível dos juros no passado recente, a maior parte dos recursos foram aplicados no mercado financeiro sem causar, desse modo, impactos relevantes na capacidade produtiva da economia brasileira.

Mesmo que a redução dos juros estimule os investimentos, há um certo período de maturação destes até que se tornem, de fato, produtivos. Esse tempo pode ser maior ou menor dependendo do tipo e setor em que os investimentos são realizados. De uma forma geral o que é preocupante é que os investimentos em setores de infra-estrutura (transportes e energia, por exemplo) têm um prazo de maturação bastante elevado.

Em suma, o primeiro impacto da redução dos juros é sobre o aumento da demanda e, na medida em que a capacidade ociosa das empresas diminui, ocorre uma pressão para elevação dos preços dos bens e serviços.

Além dessa pressão inflacionária na economia brasileira causada pela queda da taxa de juros, o aumento da demanda externa e dos gastos do governo também estão pressionando os preços. Segundo dados do Boletim de Conjuntura do IPEA, a inflação acumulada dos alimentos, nos últimos 12 meses, foi de 9,3% (Tabela 2) e o gasto primário total do governo

central se elevou em 9,4%, nos primeiros sete meses de 2007 em relação ao mesmo período do ano anterior.

Tabela 2. Índice de Preços ao Consumidor (taxa mensal, em %)

	Variação				Impacto em p.p.	Acumulado em 12 meses
	Ago./2006	Jun./2007	Jul./2007	Ago./2007	Ago./2007	
Índice geral	0,05	0,28	0,24	0,47	0,47	4,18
Alimentação	0,07	1,09	1,27	1,39	0,29	9,30
Habituação	0,11	0,25	-0,74	0,05	0,01	1,39
Artigos	-0,14	-0,65	-0,39	0,08	0,00	-2,58
Vestuário	0,09	0,91	-0,16	-0,03	0,00	4,10
Transportes	-0,32	-0,40	-0,08	0,05	0,01	1,94
Saúde	0,20	0,32	0,33	0,31	0,03	4,40
Despesas	0,96	0,42	0,52	0,59	0,06	7,40
Educação	-0,02	0,04	0,06	0,38	0,03	4,55
Comunicação	-0,30	-0,05	0,42	0,71	0,04	1,00

Fonte: IPEA utilizando dados do IBGE

De fato, segundo dados do mesmo relatório, enquanto a inflação acumulada em 12 meses atingiu a marca de 3%, no final do primeiro trimestre de 2007, ela chegou a 4,2% (Tabela 2), em agosto passado. Portanto, a economia brasileira encontra-se em uma armadilha na qual o processo de crescimento da demanda pode gerar elevações nos preços. Estamos pagando pelos baixos níveis de investimento produtivo dos últimos anos.

Como a taxa de juros é o principal instrumento de controle inflacionário, a autoridade monetária logo encerrará o seu processo de queda e, como essa taxa ainda se encontra em um patamar muito elevado, os estímulos ao crescimento não serão suficientes para que a economia brasileira mantenha razoáveis taxas de crescimento sem depender do bom desempenho da economia mundial.

É preciso lembrar também que os efeitos da taxa de juros sobre a demanda agregada não são imediatos. No caso brasileiro, o Banco Central trabalha com a hipótese de que a redução da taxa de juros leva em torno de seis meses para afetar a demanda agregada. Os efeitos das reduções recentes ainda não podem, portanto, ser detectados. Este pode ser um argumento importante para justificar a interrupção da política de queda da taxa, implementado pela Autoridade Monetária.

O caminho a ser trilhado para que se mantenha o processo de redução da taxa de juros com o conseqüente estímulo ao crescimento econômico, sem gerar pressões inflacionárias, é o controle dos gastos do governo pois, além de reduzir o nível de demanda

da economia, reduz a necessidade de financiamento do setor público o que, por sua vez, facilita ainda mais o processo de redução da taxa de juros. É preciso também apreender que o processo de crescimento econômico sustentado e sem pressões inflacionárias depende da manutenção de patamares elevados de investimento produtivo.

4. Considerações finais

Pelas evidências expostas no presente trabalho, a economia brasileira está passando por um processo saudável de redução do nível de juros da economia. No entanto, isso se deve principalmente ao bom desempenho da economia mundial e não às políticas econômicas adotadas pelo governo.

Pelo contrário, o aumento dos gastos do governo, que não tem se mostrado saudável, pode abortar tal processo de redução da taxa de juros. Como a taxa de juros ainda está muito elevada quando comparada ao nível das demais economias, esta ainda continua a ser um entrave ao crescimento.

Não podemos também esquecer que o FED promoveu uma queda 0,5% em sua taxa de juros, elevando, portanto, o diferencial. Este movimento já promoveu uma realocação de recursos, cujo efeito imediato fez-se sentir na intensificação da absurda valorização cambial e na melhora no preço das ações mercado doméstico. Manter a política de redução da taxa nominal torna-se fundamental neste momento para conter o processo de valorização do câmbio, assim como a tendência de redução do diferencial de taxa de juros.

No entanto, de uma forma mais geral, caso não ocorram mudanças na política econômica, particularmente na política fiscal, estaremos diante de outro vôo de galinha, onde a manutenção de um processo de bom desempenho econômico depende do elevado crescimento da economia mundial.

5. Referências bibliográficas

- CURADO, M; NAKABASHI, L (2007). Alternativas para contenção do processo de valorização da taxa de câmbio brasileira. *Boletim Economia & Tecnologia*. Publicação do Centro de Pesquisas Econômicas (CEPEC) da Universidade Federal do Paraná, 9: 29-42.
- KALDOR, N. (1957). A Model of Economic Growth. *The Economic Journal*, 67 (268): 591-624.
- KELLER, W. (2004). International Technology Diffusion. *Journal of Economic Literature*, 42 (3): 752-782.

NÍVEL DE ATIVIDADE, INFLAÇÃO E POLÍTICA MONETÁRIA

A evolução dos principais indicadores econômicos do Brasil em 2007

*Guilherme R. S. Souza e Silva**
*Lucas Lautert Dezordi***

Introdução

Este artigo pretende apresentar e discutir os indicadores de cinco pontos da economia brasileira. Inicialmente, pretende-se mostrar o desempenho recente dos principais índices da inflação brasileira e suas perspectivas. Em seguida, faremos uma análise da atividade produtiva a nível agregado, do comércio internacional e do mercado de trabalho. E, por último, uma visão da condução da política monetária será apresentada.

As previsões econômicas fornecidas foram coletadas a partir dos dados disponibilizados pelo Banco Central do Brasil em seu Departamento Gerin (Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores). A Gerin foi criada em abril de 1999, como parte do arcabouço do regime monetário de metas para a inflação. Seu objetivo é monitorar a evolução do consenso de mercado para as principais variáveis macroeconômicas de forma a gerar subsídios para a implementação da política monetária. Atualmente, a pesquisa acompanha as expectativas de mercado para diferentes índices de preços, crescimento do PIB e da produção industrial, taxa de câmbio, taxa Selic, variáveis fiscais e indicadores do setor externo¹⁴.

1. Inflação atual e perspectivas

Os dados recentes da inflação brasileira têm demonstrado um aumento nos principais índices de preços. A tabela 1 destaca as variações mensais, acumuladas no ano de 2007 e acumuladas nos últimos 12 meses dos seguintes indicadores: Índice Geral de Preços do Mercado (IGP-M); Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI); Índice Nacional de Custo da Construção (INCC); Índice de Preço por Atacado -Disponibilidade Interna (IPA-DI); e o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA).

Nos últimos três meses, de acordo com a tabela 1, os principais indicadores inflacionários vêm apresentando uma elevação, com destaque para o mês de agosto. Os

* Mestrando em Desenvolvimento Econômico pela Universidade Federal do Paraná. Endereço eletrônico: guilherme.fdg@uol.com.br

** Professor da FAE *Business School* e Doutorando em Desenvolvimento Econômico pela Universidade Federal do Paraná. Endereço eletrônico: ldezordi@fae.edu; lucasdezordi@uol.com.br

¹⁴ Ver em especial o site: www.bcb.gov.br/expectativa.

índices de preços com as maiores altas nos últimos 12 meses são o IPA-DI e o IGP-DI, com valores de 5,48% e 5,19%, respectivamente. O IPCA, índice de preços oficial do regime de metas de inflação, acumulado em 12 meses, está em 4,18%, isto é, abaixo da meta central para o corrente ano de 4,5%. O IPCA apresentou nos últimos 8 meses uma variação positiva de 2,80%.

É importante destacar que no acumulado em 12 meses os índices de preços vêm apresentando uma convergência entre 4,5 a 5% ao ano.

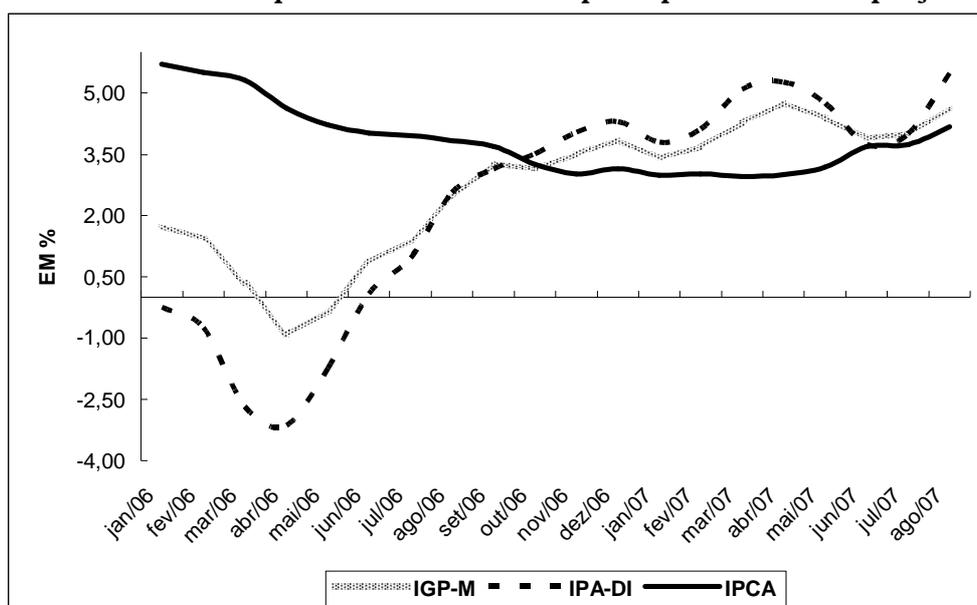
O gráfico 1 ilustra bem esta convergência, descrevendo o comportamento de três índices de inflação: IGP-M; IPA-DI e IPCA entre o período de janeiro de 2006 a agosto de 2007, no acumulado em 12 meses (anualizado). Destaca-se que o IPA-DI por ser sensível às variações cambiais apresentou uma maior oscilação no período. Contudo, com a estabilidade dos níveis de preços observa-se um grande grau de convergência dos indicadores.

Tabela 1. Variação percentual dos principais índices de inflação brasileira

Índices de Inflação	2007			Acumulado em 2007	Acumulado em 12 meses
	Junho	Julho	Agosto		
IGP-M	0,26%	0,28%	0,98%	2,74%	4,63%
IGP-DI	0,26%	0,37%	1,39%	3,24%	5,19%
INCC	0,92%	0,31%	0,26%	4,10%	5,05%
IPA-DI	0,09%	0,42%	1,96%	3,10%	5,48%
IPCA	0,28%	0,24%	0,47%	2,80%	4,18%

Fonte: Banco Central do Brasil

Gráfico 1. Desempenho anualizado dos principais índices de preços



Fonte: Banco Central do Brasil

A tabela 2 descreve as expectativas de inflação, da Gerin, para os anos de 2007 a 2011. É importante ressaltar que a expectativa do IPCA para os próximos 2 anos está ancorada na meta de 4,5% estipulada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). Com o crescimento recente da inflação brasileira é muito provável que os agentes econômicos aumentem suas expectativas de inflação no decorrer dos próximos meses. É importante analisar cuidadosamente o comportamento mensal da inflação para os próximos três meses, para se ter uma visão clara do crescimento da oferta e demanda agregada da economia.

Tabela 2. Expectativa média de inflação do mercado - 2006 a 2010

ANO	IGP-M	IGP-DI	INCC	IPA-DI	IPCA
2007	4,33%	4,78%	ND	4,69%	3,94%
2008	4,00%	4,00%	ND	4,23%	4,02%
2009	4,00%	4,00%	ND	4,17%	4,02%
2010	4,00%	4,00%	ND	4,21%	3,99%
2011	4,00%	4,00%	ND	4,01%	3,95%

Fonte: Banco Central do Brasil (Gerin)

2. Nível de atividade

O IBGE divulgou recentemente os dados relativos ao Produto Interno Bruto (PIB) da economia brasileira, mostrando que no primeiro semestre de 2007, o PIB apresentou crescimento de 4,9% em relação a igual período de 2006. Em relação às expectativas de mercado, a tabela 3 apresenta os dados para o crescimento do PIB por setor até o final do ano de 2007, conforme fornecido pela Gerin. Comparando as expectativas de crescimento do PIB do dia 06/09/2007 com as apresentadas no número anterior do boletim *Economia & Tecnologia*, de 15/06/2007, observamos que há um maior otimismo em relação à taxa de crescimento da economia que passou de 4,28% para 4,73%. Cabe destacar que a agropecuária continua sendo o setor com maior perspectiva de crescimento, tanto para 2007 quanto para 2008. O setor de serviços, componente de maior peso no PIB, continua tendo o menor crescimento esperado para 2007 e 2008.

Tabela 3. Expectativas de mercado para o crescimento do PIB por setor

Setor	Expectativas variação do PIB (%)	
	2007	2008
Total	4,73	4,36
Agropecuária	4,86	4,78
Indústria	4,48	4,58
Serviços	4,42	4,2

Fonte: Banco Central do Brasil (Gerin) 06/09/2007

A tabela 4 apresenta os indicadores da indústria brasileira segundo a categoria de uso. Na passagem de junho para julho do corrente ano houve uma retração no ritmo de produção industrial geral de 0,4%. A indústria de bens de consumo semiduráveis e não-duráveis foi a que apresentou a maior redução, de 3,3%. O único setor da indústria que apresentou crescimento nesse período foi o de bens de consumo duráveis, com expansão de 0,8%. No entanto, quando observamos a variação entre a produção de julho de 2006 e julho de 2007, todos os setores apresentam expansão, com destaque para o setor de bens de capital, que cresceu 19%. Na comparação entre o acumulado do ano de 2007 com o mesmo período do ano anterior o setor de bens de capital também se destaca, apresentando uma expansão de 17%. A partir desses dados fica evidente que a indústria brasileira vem se preparando para aumentar a sua capacidade produtiva, intensificando a produção de bens de capital.

Tabela 4. Indicadores conjunturais da Indústria segundo categoria de uso - julho/07

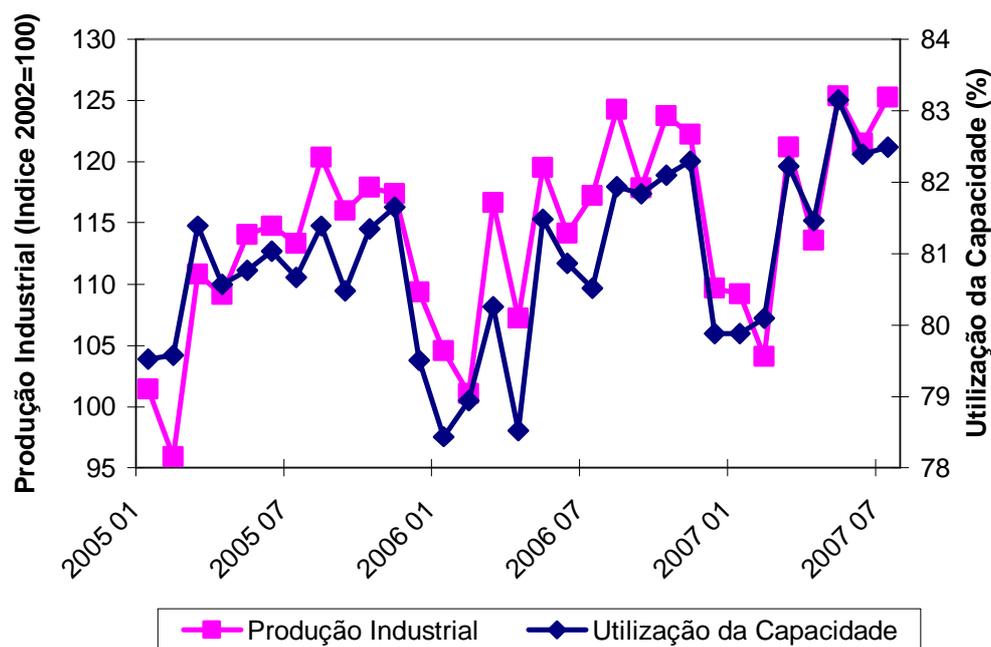
Categorias de Uso	Variação (%)			
	Jun-07/Jul-07*	Jul-06/Jul-07	Acumulado no ano	Acumulado 12 meses
Bens de Capital	-1,3	19	17	12,3
Bens Intermediários	-0,2	4,7	4,2	3,4
Bens de Consumo	-0,9	6,3	3,7	3,4
Duráveis	0,8	15,1	5,9	5,4
Semiduráveis e não Duráveis	-3,3	3,8	3	2,8
Indústria Geral	-0,4	6,8	5,1	4,2

Fonte: IBGE, Diretoria de Pesquisas, Coordenação de Indústria

(*) Com ajuste sazonal

O gráfico 2 apresenta o índice de produção industrial geral e o nível de utilização da capacidade instalada na indústria. De acordo com o gráfico, observamos que a produção industrial vem apresentando tendência de crescimento no ano de 2007. No entanto, esta tendência de crescimento não está pressionando o nível de utilização da capacidade instalada, que vem se mantendo abaixo de 83% nos últimos meses. Isso acontece porque, conforme mostra a tabela 4, a produção de bens de capital vem crescendo substancialmente, expandindo dessa forma a capacidade de produção industrial. Nesse sentido, a economia brasileira atualmente tem espaço para aumentar sua produção industrial, em caso de aumento de demanda, sem que exista o risco imediato de que a capacidade máxima de oferta seja atingida. Assim, é possível um aumento controlado de demanda por produtos industriais sem a ocorrência imediata de pressões inflacionárias.

Gráfico 2. Produção Industrial Geral e Utilização da Capacidade Instalada



3. Comércio Internacional

O desempenho das principais variáveis do setor externo é apresentado na tabela 5. Em agosto de 2007 o saldo da balança comercial ficou em US\$ 3,53 bilhões, acumulando no ano de 2007 um valor de US\$ 27,49 bilhões. As exportações e as importações já acumulam, no ano, um valor de US\$ 102,38 bilhões e US\$ 74,89 bilhões, respectivamente. Em doze meses, a balança comercial apresentou um superávit de US\$ 44,04 bilhões, as exportações um valor de US\$ 151,69 bilhões e as importações US\$ 107,65 bilhões. O saldo em transações correntes, em julho, apresentou um superávit acumulado em 2007 de US\$ 3,66 bilhões.

As expectativas de mercado para dezembro de 2007 mostram que se espera uma redução no saldo da balança comercial em relação aos números acumulados nos últimos 12 meses, indicando uma elevação maior nas importações do que nas exportações, conforme destacado na tabela 5. Para o ano de 2008 o mercado espera uma redução ainda maior do saldo da balança comercial, indicando um forte aumento das importações. Dessa forma, espera-se também para 2008, segundo a Gerin, uma redução substancial no saldo em transações correntes.

As variáveis externas indicam um forte fluxo de comércio (exportação e importação) e uma entrada líquida de dólares, pelo saldo em transações correntes, considerando-se o resultado acumulado em 2007.

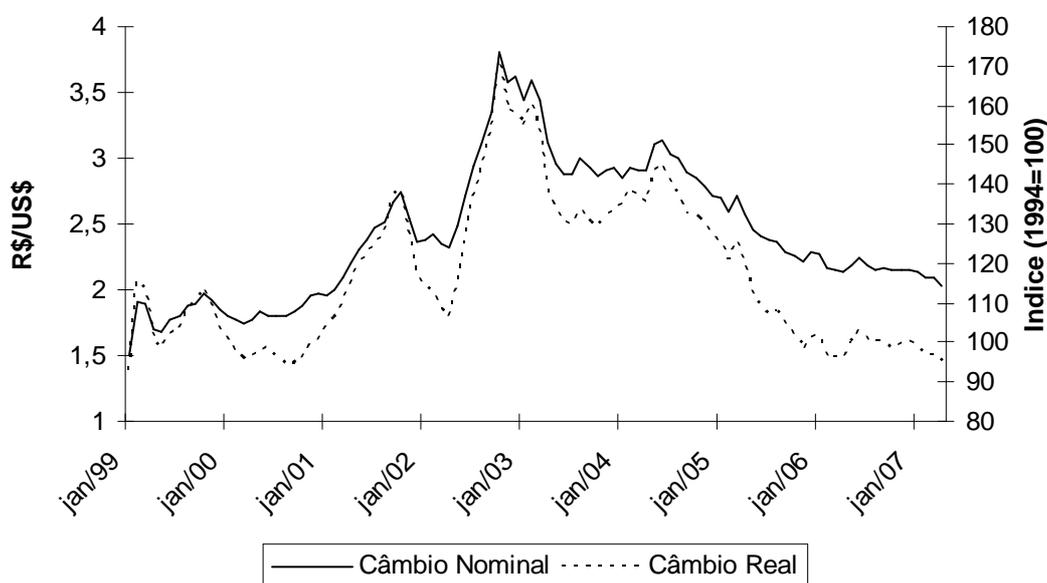
A taxa de câmbio apreciada é consequência do forte resultado do setor externo, tanto pelo saldo da balança comercial como pela entrada de capitais. Mesmo com a ocorrência da denominada “crise imobiliária” norte-americana, a taxa de câmbio permanece apreciada e após algumas semanas de volatilidade parece estar voltando ao patamar “pré-crise”. Contudo, a queda significativa na taxa de câmbio nominal e real prejudica as atividades produtivas, voltadas direta ou indiretamente para as exportações. O Gráfico 3 apresenta a evolução das taxas de câmbio real e nominal no Brasil.

Tabela 5. Desempenho dos principais indicadores externos

Setor externo (us\$ milhões)	Agosto de 2007	Acumulado em 2007	Acumulado em 12 meses	Expectativa para 2007	Expectativa para 2008
Balança comercial	3.535	27.498	44.046	42.650	36.070
Exportações	15.101	102.388	151.695	155.350	165.450
Importações	11.566	74.890	107.649	112.700	129.380
Saldo em transações correntes*	-717	3.666	11.469	10.740	3.950

Fonte: Banco Central do Brasil e Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEADATA)

Gráfico 3. Taxas de câmbio nominal e real (1994=100)



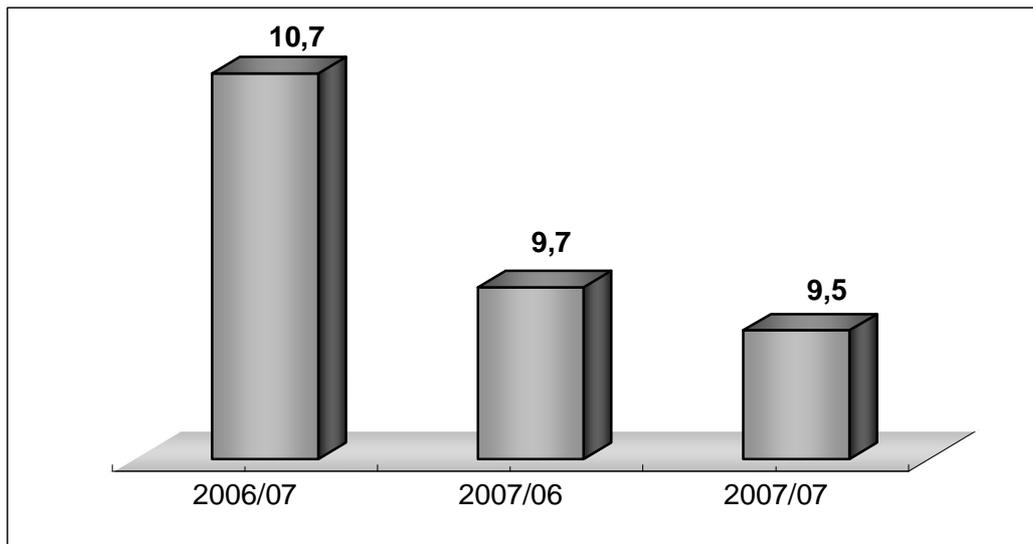
Fonte: Banco Central do Brasil

4. Mercado de Trabalho

A taxa de desemprego nas principais regiões metropolitanas, registrada em junho de 2007, foi de 9,7% da PEA. Considerando julho de 2007 em relação ao mesmo período do ano anterior, a taxa ficou significativamente menor, em 9,5% em comparação com 10,7% da PEA

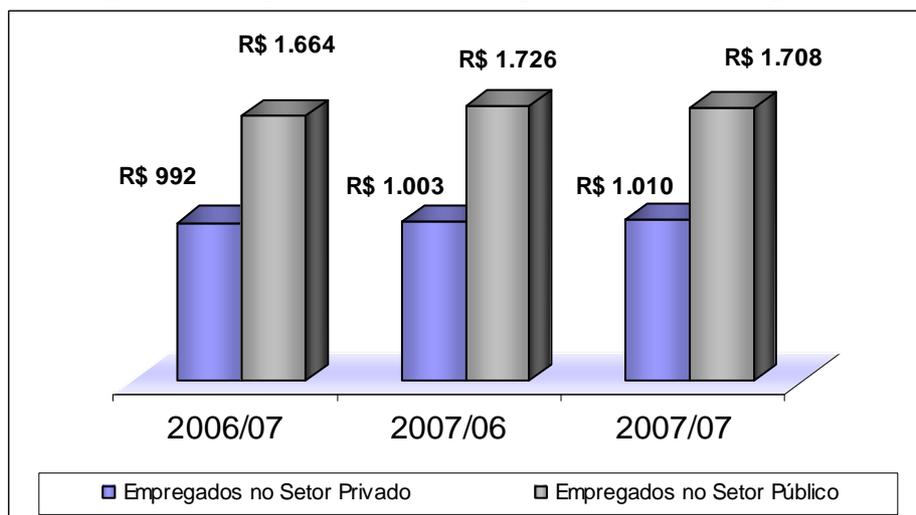
(gráfico 4). O rendimento médio real vem apresentando uma grande recuperação. No setor privado, o salário passou de R\$ 992,00 para R\$ 1.010,00, num período de julho de 2006 a 2007, crescimento real de 18,15%. Considerando o setor público, onde os salários são maiores, o rendimento médio passou de R\$ 1.664,00 para R\$ 1.708,00, no mesmo período, com crescimento real de 26,44% (ver gráfico 5).

Gráfico 4. Taxa de desemprego nas principais regiões metropolitanas



Fonte: IBGE. Região Metropolitana : RE, SAL, BH, RJ, SP E POA

Gráfico 5. Desempenho do salário médio real nas principais regiões metropolitanas, no setor privado e no setor público



Fonte: IBGE. Região Metropolitana : RE, SAL, BH, RJ, SP E POA

5. Política Monetária

A taxa de juros praticada na economia brasileira em setembro de 2007 foi de 11,25%, abaixo do valor registrado de 11,50% no mês anterior. Com uma inflação acumulada em 12 meses pelo IPCA de 4,18% (ver tabela 1), calcula-se uma taxa de juros real de 6,79% ao ano. Projetando a taxa de juros real para o final do ano de 2007, pode-se argumentar que com a taxa de juros nominal esperada de 10,93% ao ano e esperando uma inflação do IPCA de 3,94%, a taxa de juros reais estaria em 6,73%. Fazendo o mesmo exercício, temos uma queda gradual e consistente da taxa de juros reais da economia brasileira, como demonstrado na tabela 6.

Por exemplo, em 2011, de acordo com o Banco Central (Gerin), o mercado espera uma taxa de juros nominal em torno de 8,73%. Como a inflação esperada para o final desse ano é de 3,95% (ver tabela 2), a taxa de juros esperada (*forward looking*) é de 4,60% ao ano.

Tabela 6. Taxa de juros (%), câmbio (R\$/US\$) e Expectativas

Descrição	Expectativas					
	setembro de 2007	2007	2008	2009	2010	2011
Taxa de juros Selic	11,25%	10,93%	10,13%	9,43%	9,05%	8,73%
Taxa de juros reais	6,79%	6,73%	5,87%	5,20%	4,87%	4,60%
Taxa de câmbio nominal (R\$/US\$)	1,91	1,90	1,95	2,04	2,09	2,14

Fonte : Banco Central do Brasil. Boletim Economia & Tecnologia

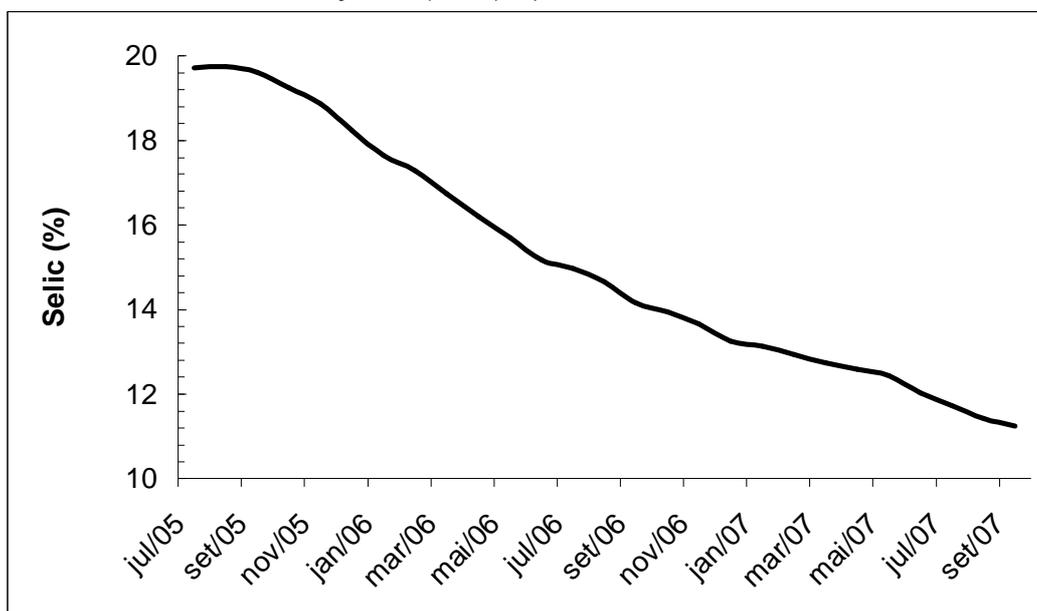
Com relação à taxa de câmbio nominal, o mercado espera uma certa estabilidade para os anos de 2007 e 2008. Os ajustes nominais esperados do câmbio no longo prazo são irrelevantes para o equilíbrio do setor externo.

A condução da política monetária (leia-se: determinação da taxa de juros Selic) tem como objetivo principal no Brasil manter a estabilidade dos preços, determinada pelo IPCA. O regime de metas de inflação leva em consideração o desempenho de vários indicadores, variáveis e mercados e suas influências sobre os preços na economia. Neste sentido, podem-se destacar os seguintes pontos:

- i. As expectativas de inflação para 2007 estão em 3,94%, isto é, ancoradas com a meta de 4,5% do IPCA com +/- 2 pontos percentuais;
- ii. Os principais índices de preços estão apresentando um comportamento de convergência em suas variações anualizadas, com tendência de elevação;
- iii. A expectativa do mercado para o crescimento do PIB em 2007 está em 4,73%;

- iv. O setor da economia que apresenta maior expectativa de crescimento, tanto em 2007 quanto em 2008, é a agropecuária;
- v. Os saldos da balança comercial e de serviços, atual e o esperado para o fim do ano, ainda são expressivos, porém as expectativas são de redução do saldo comercial para 2008;
- vi. A taxa de juros real em setembro está em 6,79% ao ano, valor que pode levar a economia em um crescimento acima do seu potencial.

Gráfico 6. Taxa de Juros (Selic) - julho de 2005 a setembro de 2007



Fonte: Banco Central do Brasil

Com os resultados expostos acima, pode argumentar-se que a inflação e a análise de crescimento da oferta e da demanda devem ser bem monitoradas. Caso não se observem pressões significativas no nível geral de preços da economia, a taxa de juros pode continuar caindo a um ritmo de 0,25%.

Perda de participação do emprego industrial e evolução do setor comercial no Brasil

*Luciano Nakabashi**

*Gabriel Porcile***

*Márcio José Vargas da Cruz****

*Fábio Dória Scatolín*****

1. Introdução

O objetivo deste artigo é discutir as conseqüências da perda de participação do emprego industrial no emprego total e a importância da indústria no crescimento, além de algumas tendências na composição setorial do emprego e dos salários no setor comercial brasileiro e suas implicações para o crescimento e o bem-estar.

Considerando a importância que o setor de serviços vem alcançando na geração de novas vagas de emprego, tornando-se um dos principais motores potenciais de crescimento econômico, é crucial a realização de uma análise mais detalhada dos segmentos do setor de serviços que vem ganhando e perdendo participação.

No presente estudo, o foco de análise está nas mudanças da participação do emprego no segmento comercial, visto o ganho de importância deste nos últimos anos. Em estudos futuros serão feitas análises da evolução do emprego nos outros segmentos do setor de serviços.

2. Perda da participação do emprego industrial no emprego total

PALMA (2005), utilizando como conceito de desindustrialização a perda de participação do emprego da indústria no total de emprego da economia, observa que alguns países da América Latina como Brasil, Argentina, Chile e Uruguai, por razões diferentes dos países avançados, passaram por um processo de desindustrialização rápida nos anos oitenta.

Pode-se observar, pelos dados apresentados na Tabela 1, que o Cone Sul e o Brasil sofreram uma significativa perda de participação do emprego industrial em relação ao emprego total da economia entre 1960-1998:

Eles mostram que o Cone Sul da América Latina e o Brasil passaram da segunda colocação, no que se refere à participação do emprego industrial no total de empregos da economia, para penúltimo, no período considerado. Em 1998, a região fica atrás, até mesmo,

* Professor do Departamento de Economia da UFPR - luciano.nakabashi@ufpr.br

** Professor do Departamento de Economia da UFPR e Pesquisador do CNPq - porcile@uol.com.br

*** Professor do Departamento de Economia da UFPR - marciocruz@ufpr.br

**** Professor do Departamento de Economia da UFPR - scatolin@ufpr.br

da média das economias em desenvolvimento¹⁵. Essa perda de participação do emprego industrial no emprego total pode ter impactos no crescimento econômico de longo prazo.

Tabela 1. Emprego industrial (% do total)

Região	1960	1970	1980	1990	1998
África Sub-Sahariana	4,4	4,8	6,2	5,5	5,5
América Latina e Caribe	15,4	16,3	16,5	16,8	14,2
Cone Sul e Brasil	17,4	17,2	16,2	16,6	11,8
Ásia Ocidental e Norte da África	7,9	10,7	12,9	15,1	15,3
Sul da Ásia	8,7	9,2	10,7	13	13,9
Leste da Ásia (exceto China e Japão)	10	10,4	15,8	16,6	14,9
NIES	10,5	12,9	18,5	21	16,1
China	10,9	11,5	10,3	13,5	12,3
Terceiro Mundo	10,2	10,8	11,5	13,6	12,5
Primeiro Mundo	26,5	26,8	24,1	20,1	17,3

Fonte: PALMA (2005), onde o autor faz uso de estatísticas do Banco de Dados da ILO. Médias regionais são ponderadas pela população economicamente ativa.

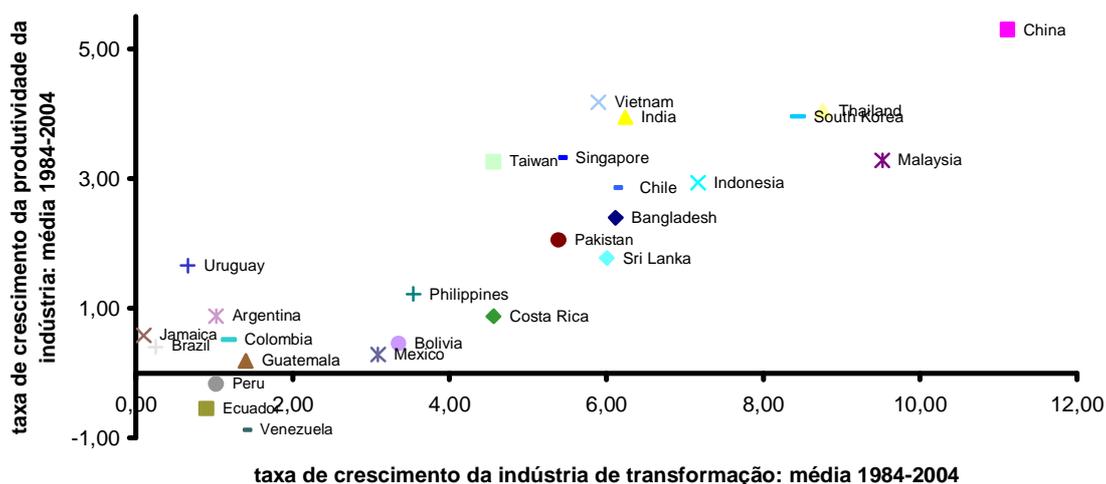
KALDOR (1962) argumenta, em seu trabalho clássico, que a indústria é o lócus por excelência do progresso técnico. FURTADO (1972), também enfatiza esse ponto no caso da economia brasileira: “... a atividade industrial condiciona o comportamento global da economia e os investimentos industriais são o canal por onde penetra o progresso tecnológico.” (p. 34). HIRSCHMAN (1958) já tinha sugerido um argumento similar, apontando que a indústria teria maior potencial para gerar efeitos de arraste (*linkages*) sobre o conjunto da economia.

Espera-se que esses efeitos sejam ainda mais relevantes quando se considera a indústria de transformação, por ser a parte mais dinâmica da indústria e gerar maiores efeitos de encadeamento com outros segmentos e setores, além de ter um maior potencial de crescimento da produtividade. A análise dos dados no que concerne a relação entre a taxa de crescimento da produtividade industrial de uma série de países da América Latina e Sudeste

¹⁵ Economias incluídas sob o título “Terceiro Mundo”: África do Sub-Saara: Benin, Botsuana, Burkina Faso, Camarões, República Central Africana, Chade, República Democrática do Congo, Costa do Marfim, Gabão, Gana, Quênia, Lesotho, Malawi, Mali, Mauritânia, Maurício, Nigéria, República do Congo, Ruanda, Senegal, África do Sul, Togo, Zâmbia e Zimbábue. América Latina e Caribe: Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, República Dominicana, Equador, El Salvador, Guatemala, Honduras, Jamaica, México, Nicarágua, Panamá, Paraguai, Peru e Uruguai (dentro dessa categoria, a subcategoria “Cone Sul” inclui Argentina, Chile e Uruguai). Ásia Ocidental e África do Norte: Argélia, Egito, Marrocos, Oman, Arábia, Arunisia e Turquia. Sul da Ásia: Bangladesh, Índia, Paquistão e Sri Lanka. Leste Asiático: Hong Kong SAR, Indonésia, Malásia, Filipinas, República da Coreia, Singapura, Tailândia e Taiwan Província da China (dentro dessa categoria, a subcategoria NIEs 1 inclui: Hong Kong SAR, República da Coreia, Cingapura e Taiwan (Província da China). Economias incluídas sob o título “Primeiro Mundo”: Austrália, Áustria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, Finlândia, França, Grécia, Itália, Japão, Luxemburgo, Holanda, Nova Zelândia, Noruega, Portugal, Espanha, Suécia, Reino Unido e Estados Unidos.

Asiático com as respectivas taxas de crescimento de suas indústrias de transformação, no gráfico 1, dá sustentação aos argumentos teóricos de KALDOR (1962) e HIRSCHMAN (1958) listados anteriormente, além de estar de acordo com os resultados encontrados por PIEPER (1998).

Gráfico 1. Relação entre as taxas de crescimento da produtividade industrial da indústria de transformação: 1986-2004



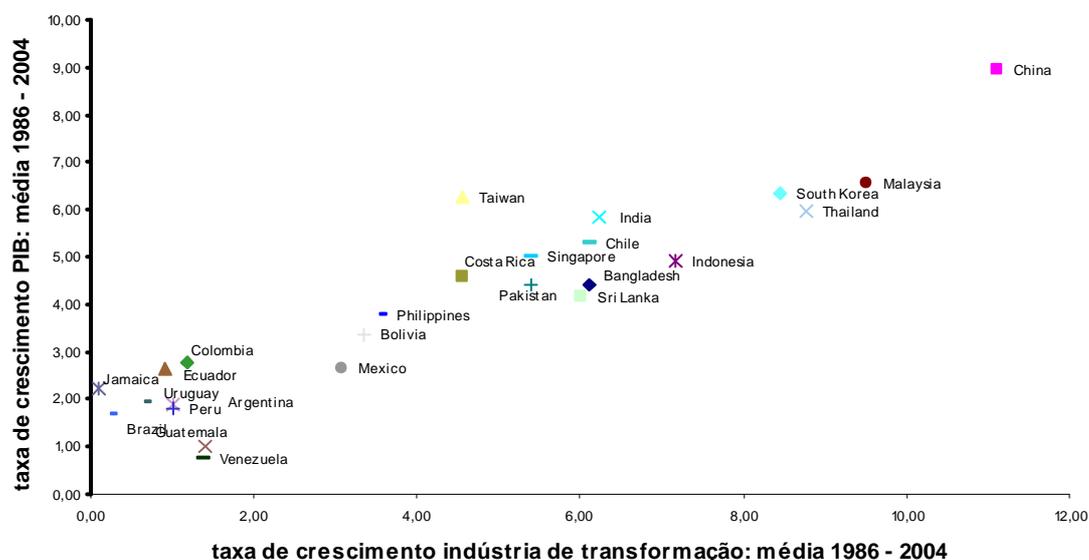
Fonte: elaboração própria a partir dos dados de Groningen Growth and Development Centre Total Economy Database, January 2007 e OIT (Organização Internacional do Trabalho)

O Gráfico 1 mostra a relação positiva entre a taxa de crescimento da produtividade industrial e a taxa de crescimento da indústria de transformação. Portanto, os países que tiveram maior crescimento da indústria de transformação foram os mesmos que apresentaram um elevado crescimento da produtividade do setor industrial. Essas evidências também estão de acordo com alguns resultados encontrados por FEIJÓ, CARVALHO e RODRIGUEZ (2003) que apontam para a importância que a indústria tem no processo de inovação e, conseqüentemente, no aumento da produtividade.

No mesmo gráfico, é importante observar a existência de uma aglomeração de países latino americanos no canto inferior-esquerdo, enquanto que os países do sudeste asiático se concentram na parte superior-direita. Note-se, em particular, que a economia brasileira tem um dos piores desempenhos em relação às duas variáveis.

Como o crescimento da produtividade é um dos elementos mais importantes sobre a determinação do crescimento do PIB, como já ressaltado por vários autores ortodoxos e heterodoxos, a relação entre a taxa de crescimento do PIB da indústria de transformação e do PIB total também é positiva, como se pode ver no gráfico 2.

Gráfico 2. Relação entre as taxas de crescimento do PIB e da indústria de transformação: 1986-2004



Fonte: elaboração própria a partir dos dados de Groningen Growth and Development Centre Total Economy Database, January 2007 e OIT (Organização Internacional do Trabalho)

Assim, os países com maiores taxas de crescimento da indústria de transformação foram os que experimentaram taxas de crescimento do PIB mais elevadas. No gráfico 2 também ocorre uma concentração de países latino americanos no canto inferior-esquerdo, enquanto que os países do sudeste asiático se concentram na parte superior-direita. Novamente, a economia brasileira se encontra em uma das piores posições em relação aos outros países. Mesmo considerando apenas os países da América Latina, o Brasil apresentou um desempenho relativo muito fraco entre 1986 e 2004.

Em relação ao dinamismo e crescimento da produtividade, o contrário acontece com o setor serviços quando comparado com o setor industrial. BAUMOL (1967) observara que o setor serviços tende a concentrar empregos e que os mesmos são de produtividade menor do que os da indústria. Assim, as evidências sugerem que os aumentos de produtividade e o crescimento do PIB estão estreitamente relacionados ao peso e ao crescimento da indústria de transformação na economia.

3. O setor de serviços da economia brasileira

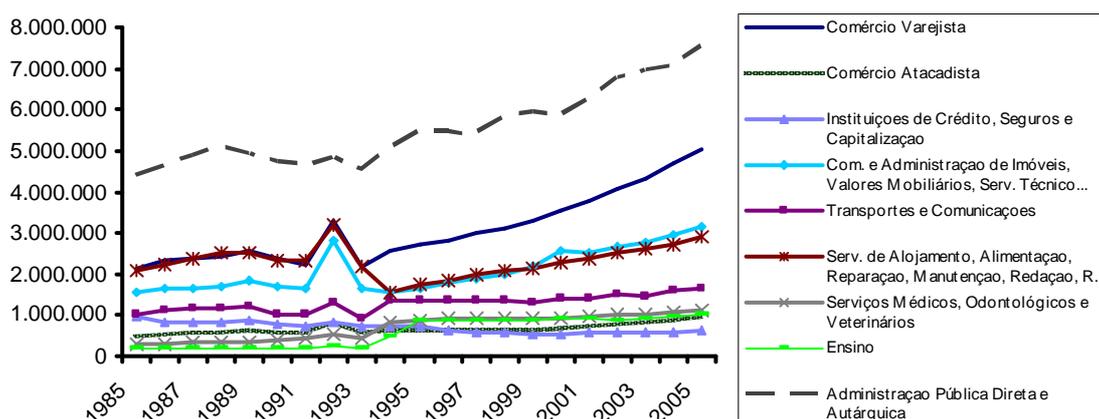
Dado o processo natural de desindustrialização, é fundamental que o setor serviços passe a desempenhar um papel dinâmico no crescimento. À medida que se perdem empregos na indústria, a qualidade dos empregos nos serviços determina as tendências dominantes na

economia. É importante que seu desenvolvimento ocorra, principalmente, em segmentos que exijam alta qualificação e maior produtividade.

A desagregação da RAIS nos dá uma idéia do que está ocorrendo com o nível de emprego formal no setor de serviços. Esse setor ampliou sua participação no total de empregos da economia de 65,59% para 72,39%, entre 1985 e 2005, com a criação líquida de quase 11 milhões de novos empregos.

De todos os segmentos do setor de serviços o que mais se expandiu na geração de empregos foi o da Administração Pública com um crescimento, em termos absolutos, de 3.146 mil empregos, entre 1985 e 2005 (gráfico 3). O segmento que absorveu o segundo maior contingente foi o comércio varejista com um ganho líquido de 2.934 mil empregos. Adicionalmente, foi o segmento do setor de serviços que mais aumentou sua participação relativa, passando de 16,21% para 21% no total desse setor, no período 1985-2005.

Gráfico 3. Estoque de emprego formal nos segmentos do setor de serviços (1985-2005)



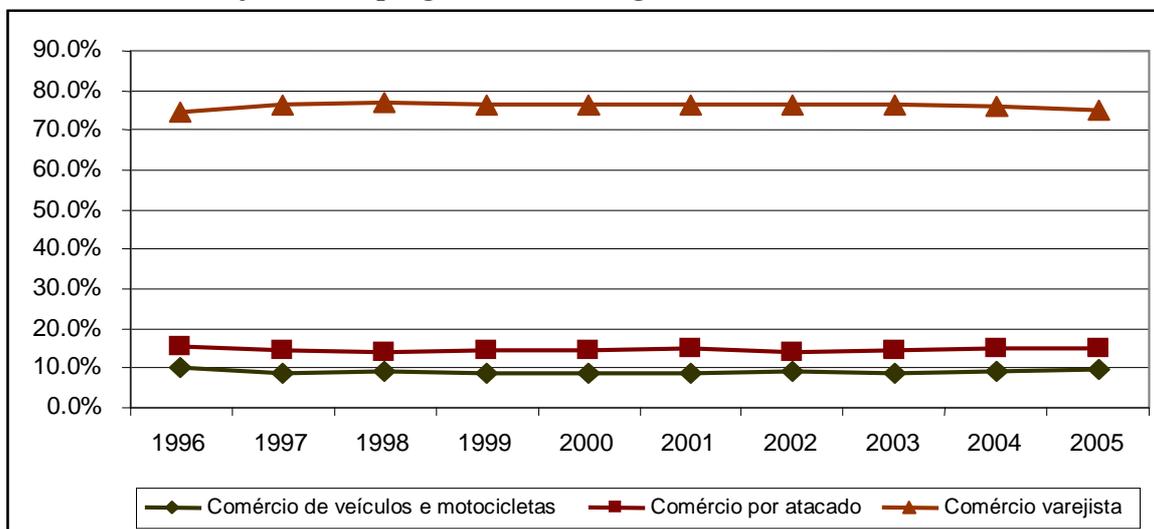
Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Ministério do Emprego e Trabalho (RAIS)

O segmento de comércio e administração de imóveis, valores mobiliários e serviço técnico também teve destaque na geração de emprego, no período analisado (1.620 mil novos empregos). Sua participação no total de empregos formais do setor de serviços passou de 11,71% para 13,09%, entre 1985 e 2005. Outro segmento de destaque foi o de comércio atacadista, com uma criação de 450 mil novos empregos e um aumento de participação de 0,33%, no período. Desse modo, os segmentos que mais cresceram foram aqueles que apresentam menor produtividade.

Dando um maior foco nas mudanças da participação do emprego no segmento comercial, visto o ganho de importância deste nos últimos anos, no gráfico 4, apresenta-se a evolução do pessoal ocupado no comércio brasileiro de acordo com a seguinte divisão: 1)

comércio de veículos e motocicletas; 2) comércio por atacado; e 3) comércio varejista. De acordo com essa divisão, podemos ver que não ocorreram grandes modificações entre 1996-2005.

Gráfico 4. Evolução do emprego formal no segmento comercial no Brasil: 1996-2005



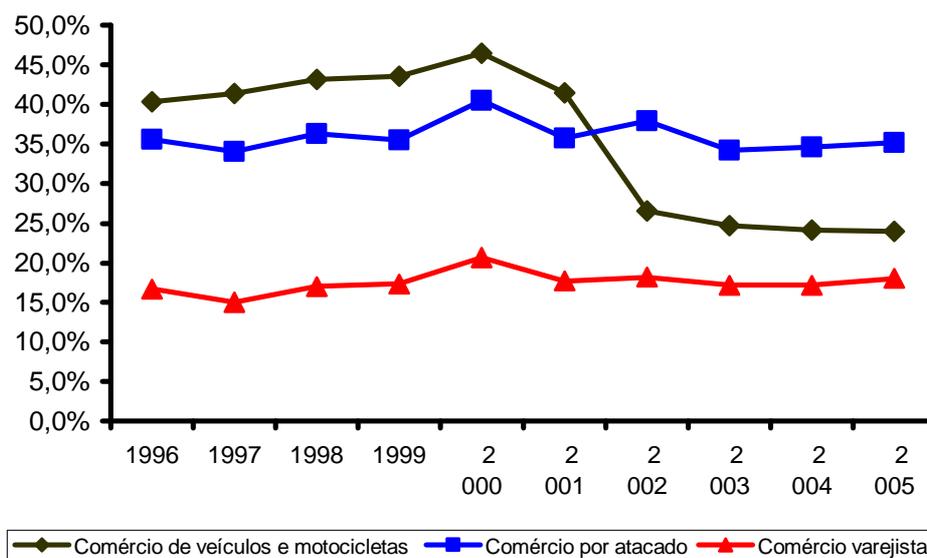
Fonte: elaboração própria a partir da pesquisa anual do comércio (IBGE)

Considerando a evolução do salário relativo do segmento comercial em relação ao salário do segmento de combustíveis¹⁶ (gráfico 5), que faz parte do segmento do comércio de produtos intermediários, resíduos e sucatas, percebe-se que a média salarial mais baixa é o do comércio varejista, representando uma menor produtividade desse segmento em relação aos demais. Desse modo, o segmento com menor produtividade é justamente o que emprega mais pessoas; cerca de 75% (gráfico 4). Outro fato notável é a expressiva queda do salário relativo médio do segmento de comércio de veículos e motocicletas (gráfico 5).

O comércio de veículos e motocicletas, por sua vez, é subdividido em: 1) veículos automotores; 2) peças e veículos; e 3) motocicletas, peças e acessórios. De acordo com a evolução de cada um desses segmentos, apresentadas no Gráfico 6, pode-se destacar a perda de participação das pessoas empregadas no segmento de veículos automotores que passou de 4,4% para 2,95% entre 1996-2005.

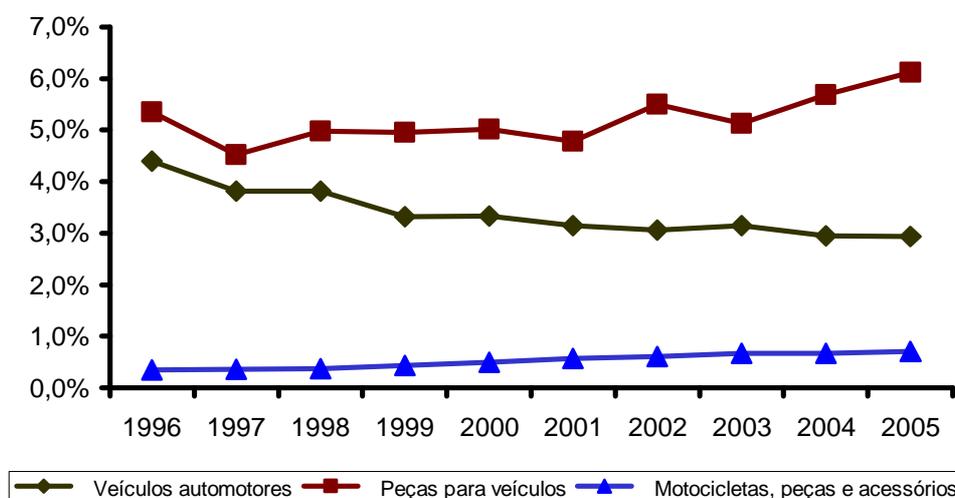
¹⁶ Os salários correspondem a soma de salários, retiradas e outras remunerações. A comparação foi feita com o segmento de combustíveis, pois este representa o segmento com maior nível salarial. Este faz parte da composição do segmento do comércio de produtos intermediários, resíduos e sucatas, que, por sua vez, faz parte da composição do comércio por atacado.

Gráfico 5. Evolução do salário relativo do segmento comercial no Brasil: 1996-2005



Fonte: elaboração própria a partir da pesquisa anual do comércio (IBGE)

Gráfico 6. Evolução do emprego formal no segmento de comércio de veículos e motocicletas: 1996-2005



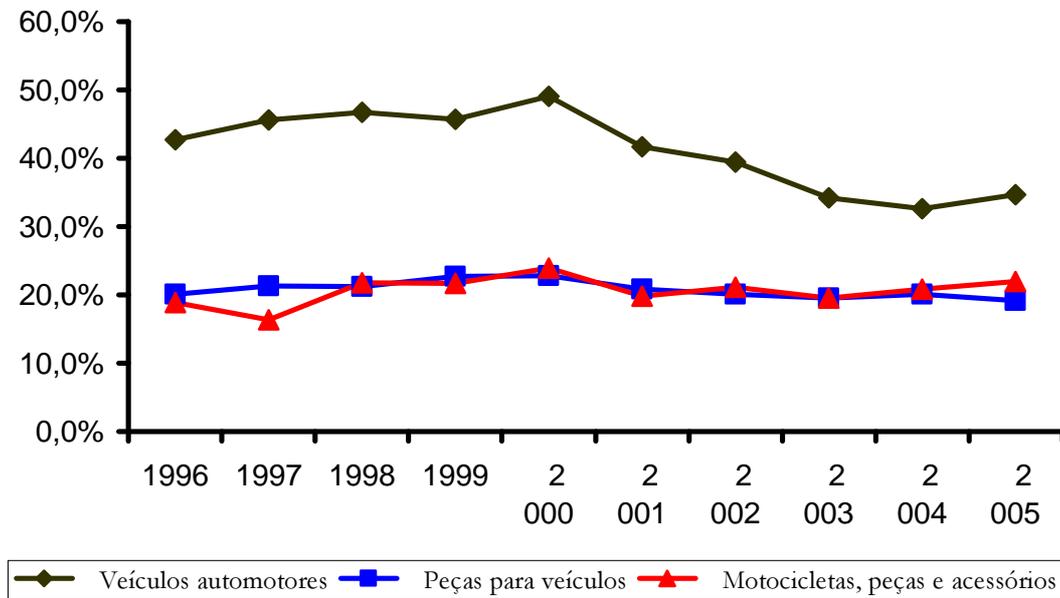
Fonte: elaboração própria a partir da pesquisa anual do comércio (IBGE)

Essa maior perda de participação das pessoas empregadas no segmento de veículos automotores mostra que um setor considerado mais dinâmico está perdendo participação no comércio de veículos e motocicletas. Assim, a mudança estrutural do comércio de veículos e motocicletas foi prejudicial à sua produtividade.

De acordo com a evolução do salário relativo desses segmentos (gráfico 7), podemos ver que o mais elevado é o de veículos automotores, representando uma maior nível de produtividade deste, apesar da queda apresentada a partir do ano 2000. O nível relativo de

salários dos outros dois segmentos é praticamente o mesmo, representando um nível similar de produtividade.

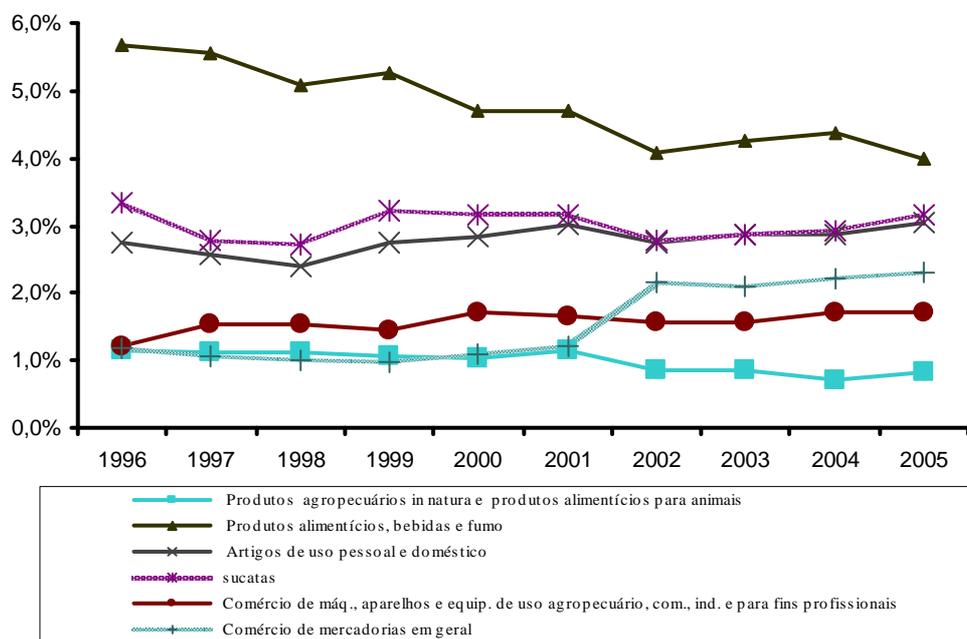
Gráfico 7. Evolução do salário relativo do segmento de comércio de veículos e motocicletas: 1996-2005



Fonte: elaboração própria a partir da pesquisa anual do comércio (IBGE)

Considerando a evolução do comércio por atacado, ocorreu uma grande perda relativa no emprego do segmento de produtos alimentícios, bebidas e fumo, passando de 5,7% para 4,0% da participação do emprego comercial, entre 1996 e 2005 (gráfico 8). Essa perda de participação significa uma criação líquida de 17.858 empregos. Todos os outros ganharam ou mantiveram sua participação relativa, no período de análise.

Gráfico 8. Evolução do emprego formal no segmento de comércio por atacado: 1996-2005

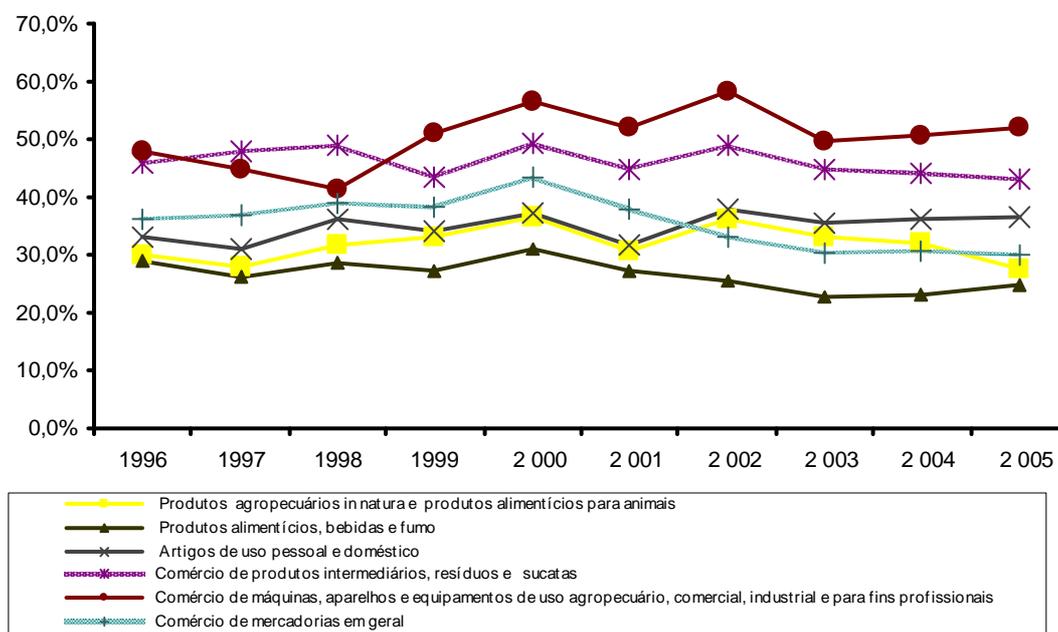


Fonte: elaboração própria a partir da pesquisa anual do comércio (IBGE)

O segmento que apresentou maior ganho de participação do emprego foi o de comércio de mercadorias em geral (1,2% para 2,3%), com a criação de 107.197 novos empregos. Em seguida vem o segmento de comércio de máquinas, aparelhos e equipamentos de uso agropecuário, comercial, industrial e para fins profissionais, que tinha uma participação, passando de 1,2% para 1,7%, entre 1996-2005. A criação de empregos nesse segmento foi de 65.222. O ganho de participação desse segmento representa, em parte, o crescimento da agronegócio brasileiro e o crescimento da demanda internacional por produtos agrícolas.

De acordo com os dados apresentados no gráfico 9, o segmento que mais perdeu participação relativa no emprego dos segmentos do comércio por atacado - o de produtos alimentícios, bebidas e fumo - é o mesmo que tem um menor nível salarial relativo. Adicionalmente, o segmento que ficou em segundo lugar no quesito ganho de participação de emprego - o de comércio de máquinas, aparelhos e equipamentos de uso agropecuário, comercial, industrial e para fins profissionais - é o que apresenta maior nível de salário médio, ou seja, o que possui maior produtividade.

Gráfico 9. Evolução do salário relativo do segmento de comércio por atacado: 1996-2005



Fonte: elaboração própria a partir da pesquisa anual do comércio (IBGE)

O segmento que mais apresentou crescimento relativo em termos de emprego - comércio e mercadorias em geral - tem um salário médio intermediário (gráfico 9), apesar da queda nos últimos anos. Assim, é de se esperar que sua produtividade também esteja na média do segmento do comércio por atacado.

Portanto, as mudanças de estrutura do segmento do comércio por atacado parecem ter apresentado impactos positivos sobre a produtividade deste.

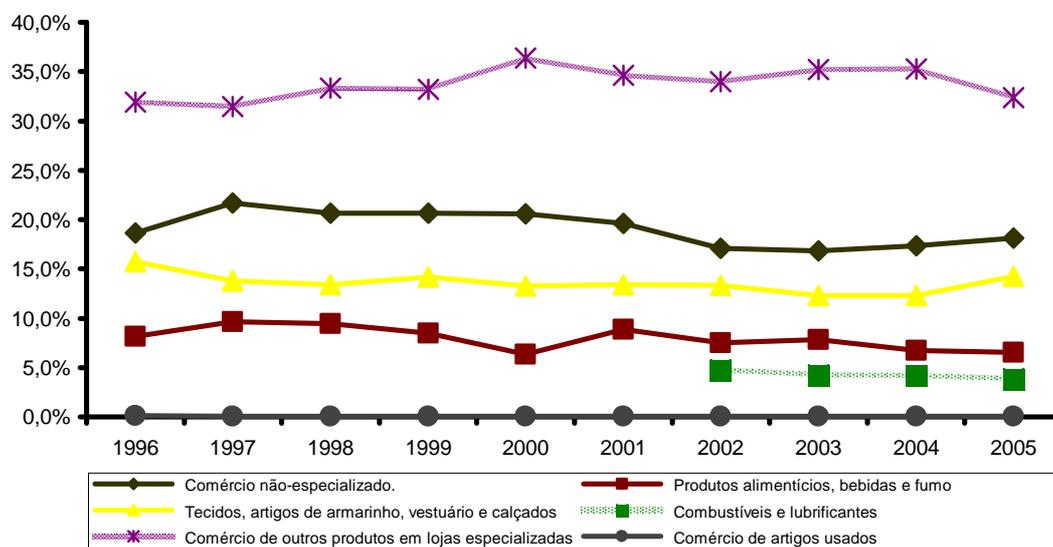
No gráfico 10 é apresentada a evolução do comércio varejista brasileiro, sendo este sub-dividido em: 1) comércio não especializado; 2) tecidos, artigos de armarinho, vestuário e calçados; 3) comércio de outros produtos em lojas especializadas; 4) produtos alimentícios, bebidas e fumo; 5) combustíveis e lubrificantes¹⁷; 6) comércio de artigos usados.

Pode-se ver pelo gráfico 10 que não ocorreram grandes alterações no emprego formal do comércio varejista no período em questão. Os segmentos que mais perderam participação relativa foram o de tecidos, artigos de armarinho, vestuários e calçados (15,7% para 14,3%); produtos alimentícios, bebidas e fumo (8,1% para 7,5%); e o de comércio não especializado (18,7% para 18,1%), entre 1996-2005. O segmento de combustíveis e

¹⁷ Foi separado de comércio não-especializado em 2002.

lubrificantes também sofreu perda considerável (4,8% para 3,9%), mas no período de 2002 a 2005.

Gráfico 10. Evolução do emprego formal do comércio varejista: 1996-2005

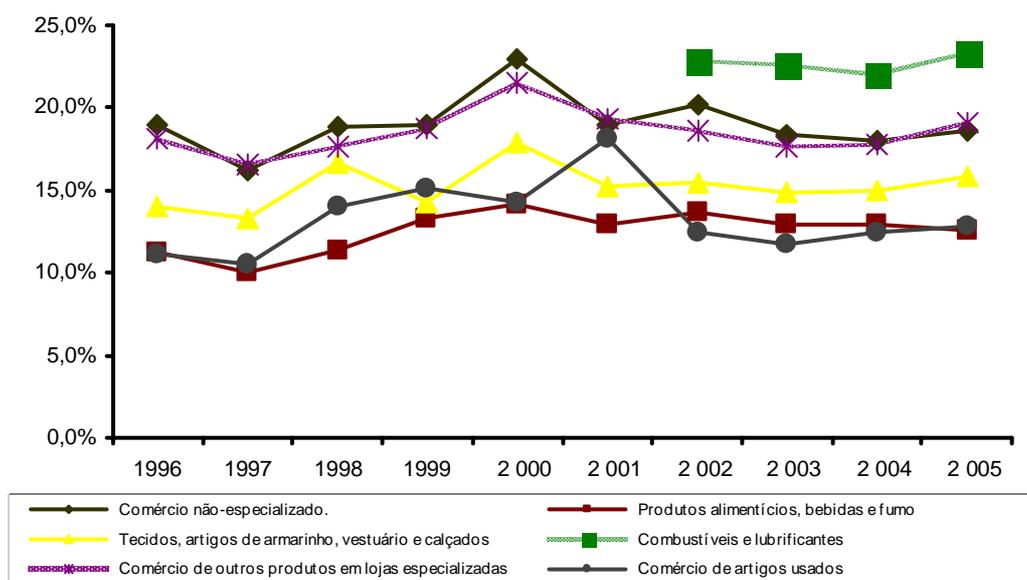


Fonte: elaboração própria a partir da pesquisa anual do comércio (IBGE)

Por outro lado, o único que ganhou participação relativa no emprego no período foi o segmento de comércio de outros produtos em lojas especializadas, cuja participação passou de 31,9% para 32,4%.

Em relação à evolução do salário relativo e, conseqüentemente, da produtividade de cada segmento (gráfico 11), não fica muito claro se esse segmento ganhou ou perdeu com a mudança estrutural, pois os segmentos que perderam e ganharam participação estão entre os mais produtivos, com exceção do comércio de produtos alimentícios, bebida e fumo.

Gráfico 11. Evolução salarial relativa do segmento de comércio varejista: 1996-2005



Fonte: elaboração própria a partir da pesquisa anual do comércio (IBGE)

5. Considerações finais

Como já detectado em alguns estudos empíricos, o país está passando por um processo de desindustrialização que se iniciou nos anos 80. Quando se define desindustrialização como uma queda na participação relativa da indústria no emprego e no valor adicionado da economia observa-se que, como em muitos outros países, tal fenômeno também ocorre no Brasil, particularmente desde os anos oitenta. Entender as implicações desse processo do ponto de vista do crescimento e do bem-estar exige analisar onde se geram novos empregos e que acontece com a produtividade agregada da economia.

Se a perda de empregos industriais tivesse como contrapartida o aumento do emprego nos segmentos do setor de serviços que possuem grande potencial dinâmico e efeitos de encadeamento com outros setores da economia, tal processo seria natural e virtuoso. No entanto, no caso brasileiro, a perda de participação do emprego industrial não vem sendo compensando pelo ganho de participação no emprego dos segmentos do setor de serviço que sejam mais dinâmicos, de acordo com os dados apresentados no gráfico 3.

Um dos segmentos do setor de serviços que mais vem ganhando participação é o comercial. De acordo com a análise feita anteriormente, enquanto o segmento de comércio de veículos e motocicletas vem sofrendo uma perda de produtividade e o de comércio por atacado um ganho, as evidências dos ganhos de produtividade do segmento de comércio varejista não são claras. Considerando que os dois primeiros possuem uma participação

semelhante no emprego total do segmento comercial e o último uma maior participação, os ganhos de produtividade devido a mudanças de estrutura foram baixos ou nulos.

Desse modo, a mudança estrutural pelo qual o segmento comercial vem passando desde 1996, ano em que a pesquisa anual do comércio passou a ser feita pelo IBGE, não está melhorando sua produtividade. Além disso, esse segmento não possui capacidade de servir como um motor alternativo de crescimento econômico. Assim, o ganho de participação deste no emprego total da economia brasileira está tendo impactos negativos sobre seu crescimento.

6. Referências bibliográficas

- BAUMOL, W. “Macroeconomics of Unbalanced Growth: The Anatomy of Urban Crisis”, *American Economic Review*, 57(3), pp. 415-26.
- FEIJÓ, C.A.; CARVALHO, P.G.M.; RODRIGUEZ, M.S. (2003). Concentração Industrial e Produtividade do Trabalho na Indústria de Transformação nos anos 90: Evidências Empíricas. *Economia: Revista da Anpec*, 4 (1): 19-52.
- FURTADO, C. (1972). *Análise do Modelo Brasileiro*. Rio de Janeiro: Editora Civilização Brasileira, 2ª edição.
- HIRSCHMAN, A. O. (1958). *The strategy of economic development*. New Haven: Yale University Press.
- KALDOR, N. (1957). A Model of Economic Growth. *The Economic Journal*, 67 (268): 591-624.
- PALMA G. (2005). Quatro fontes de desindustrialização e um novo conceito de Doença Holandesa. Trabalho apresentado na Conferência de Industrialização, Desindustrialização e Desenvolvimento, FIESP e IEDI. Centro Cultural da FIESP, 28 de Agosto de 2005.
- PIEPER, U. (1998). Deindustrialization and the Social and Economic Sustainability Nexus in Developing Countries: Cross-Country Evidence on Productivity and Employment. *Center for Economic Policy Analysis Working Paper*, 10: 1-47.

POLÍTICA FISCAL E DÍVIDA PÚBLICA

O gerenciamento da dívida pública e a sustentabilidade fiscal

*José Guilherme Silva Vieira**

*Jedson César de Oliveira***

*Fernando Motta****

Desde o início do regime de metas inflacionárias no Brasil, o arcabouço operacional da política econômica no país vem buscando promover medidas não só de cunho monetário, mas a busca pelo equilíbrio fiscal nas contas públicas. Assim, os resultados fiscais a partir de 1999 caracterizam desejável resistência à tentação de se implementar políticas pró-cíclicas.

A necessidade de se criar um colchão amortecedor na economia brasileira face à sua vulnerabilidade externa foi visível em janeiro de 1999; segundo o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID)¹⁸, com as desvalorizações cambiais, houve um incremento na relação dívida líquida/PIB de 42% para 51% em apenas um mês, o que acabou gerando uma elevação nas despesas com juros nominais.

Não há dúvidas de que as variáveis fiscais estão menos suscetíveis a choques externos nos dias atuais se comparado aos anos da segunda metade da década de 90. Um fator importante a considerar que justifica esse desempenho é o componente externo da dívida pública brasileira, que vem caindo consideravelmente desde 2003 com a consecução de uma expressiva desdolarização da dívida pública por meio da desindexação dos títulos públicos atrelados ao câmbio, bem como redução da dívida pública externa.

Essa mudança no perfil da dívida com o aumento da parcela indexada à moeda doméstica e redução da parcela atrelada ao câmbio é considerada salutar, haja vista que essa alteração gera mais estabilidade no financiamento dos títulos públicos e conseqüentemente aumenta a previsibilidade por parte dos agentes econômicos quanto à real necessidade na geração de receitas que permitam cobrir os custos de rolagem da dívida. Além disso, uma dívida mais estável demonstra um maior comprometimento por parte do governo com o seu

* Doutor em Desenvolvimento Econômico pela Universidade Federal do Paraná (UFPR). Professor adjunto do Centro de Estudos Superiores Positivo, Professor titular - Faculdades Integradas Santa Cruz de Curitiba, - Banco Regional de Desenvolvimento do Extremo Sul, Professor substituto da Universidade Federal do Paraná. Endereço eletrônico: jg.vieira@uol.com.br.

** Mestre em Desenvolvimento Econômico pela Universidade Federal do Paraná (UFPR). Endereço eletrônico: jecoli@sociais.ufpr.br.

*** Doutorando em Desenvolvimento Econômico pela Universidade Federal do Paraná (UFPR). Endereço eletrônico: fmottabr@yahoo.com.br.

¹⁸ A partir do Relatório "Living with debt: how to limit the risks of sovereign finance" de 2006.

pagamento, o que permite a emissão de títulos em melhores condições, tais como remuneração mais baixa e prazos mais longos.

A recuperação da credibilidade da economia brasileira com a mudança no perfil da dívida pública é amplamente perceptível. Ainda que o objetivo de alcançar os indicadores de dívida pública dos países em desenvolvimento semelhantes ao Brasil esteja num horizonte um pouco distante é preciso reconhecer que houve uma evolução por parte do governo do presidente Lula.

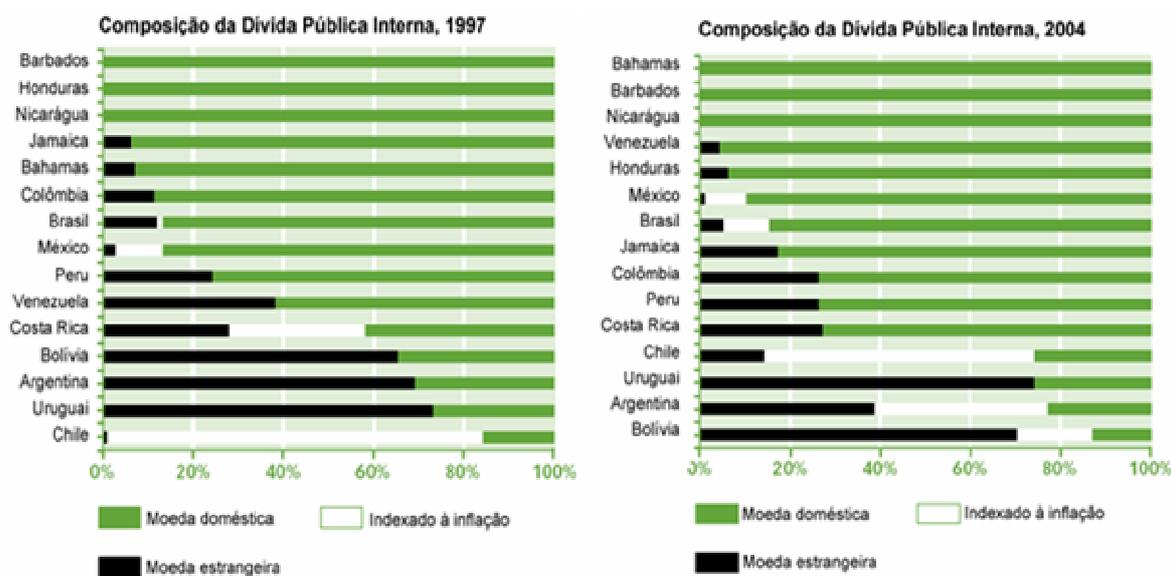
A equipe econômica do governo foi bastante criticada por integrantes da oposição e também pela sua própria base de apoio no congresso pelo excessivo zelo e afincamento na direção de suas políticas conservadoras no que tange à perseguição de superávits primários elevados durante os quatro primeiros anos do governo Lula. Poucos se colocaram contra esse objetivo, mas no que diz respeito à condução e administração do processo de rolagem da dívida pública, muitos definiram como equivocada a estratégia de substituição de títulos da dívida externa em moeda forte e também de títulos da dívida interna atrelados ao câmbio por títulos pré e pós-fixados em moeda local.

O raciocínio dos críticos a essa postura do governo repousou no elevado custo de rolagem da dívida pública interna (devido ao diferencial de juros e aos prazos mais curtos de vencimento) quando comparados com os títulos lançados no mercado externo. Tal raciocínio, é bem verdade, poderia estar coberto de razão se levássemos em conta a elevada liquidez no mercado financeiro internacional. De fato, o setor privado aproveitou esse momento e agiu exatamente nessa direção, aproveitando-se da conjuntura para tomar recursos no exterior.

No entanto, em que pese a dúvida acerca de que o governo pudesse ou não estar praticando deliberadamente uma política que afrontaria o bom senso, uma análise mais criteriosa dos dados para os países emergentes e subdesenvolvidos demonstra que tal postura não destoou das práticas de outros Tesouros.

No conjunto de países selecionados a seguir, verificamos uma sensível redução do percentual dos títulos da dívida indexados em moeda estrangeira, entre 1997 e 2004, na Argentina, no México e na Venezuela, além do Brasil. No Uruguai e na Bolívia, o percentual de dívida indexada em moeda estrangeira permanece oscilando entre 70% e 80% do total de dívida, durante todo o período, enquanto que no Chile, verificamos um expressivo aumento da exposição ao risco cambial, no período. Assim, pode-se observar que a maioria dos países do grupo analisado não se aproveitou do momento de excessiva liquidez internacional, a exemplo do Brasil, para se endividar externamente. A que se deveu essa postura?

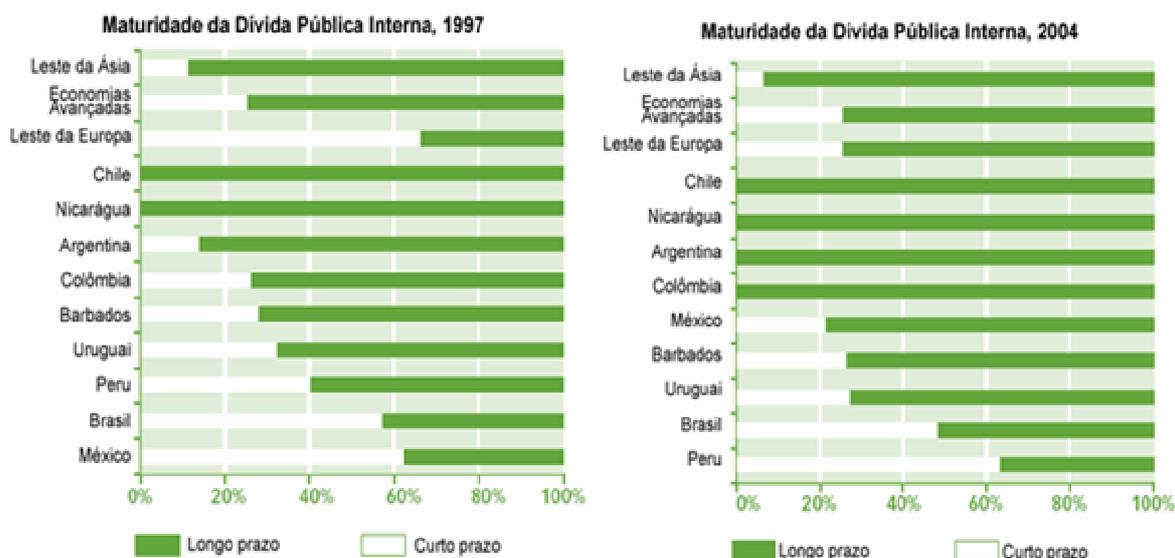
Figura 1. Composição da Dívida Pública Interna em 1997 e 2004



Fonte: BID

Poder-se-ia buscar no passado, especialmente nos anos que intercalaram os dois choques do petróleo na década de 1970, a resposta para essa postura mais conservadora por parte dos países latino-americanos. Isso porque após o período de abundância de liquidez, os países mais endividados acabaram sofrendo com o encarecimento dos serviços da dívida na década de 1980, levando inclusive ao *default* de seus títulos. Mas, não se deve descartar também a substancial diferença na estrutura dos mercados internos de dívida que alcançaram graus sem precedentes de liquidez (embora ainda baixos em níveis absolutos). Tal conjuntura permitiu a expansão de mercados para dívida interna indexada às moedas nacionais, sem alterar em demasia o perfil das suas dívidas em se tratando de prazos médios de vencimentos. É exatamente isso que aponta a figura 2 para os mesmos países selecionados.

Figura 2. Maturidade da Dívida Pública Interna em 1997 e 2004



Fonte: BID

A idéia de construir um *portfólio* de credibilidade difundida a partir da gestão do ex-ministro da Fazenda Antônio Palocci exigia uma postura rígida com relação à evolução do déficit público e um controle na relação dívida/PIB. Ambos os objetivos foram perseguidos com afínco, mas não resultaram em grandes mudanças nos números mais relevantes das finanças públicas. Em 2006, ano eleitoral, o superávit primário foi menor do que o de 2005 (passou de 4,35% do PIB em 2005 para 3,88% do PIB em 2006) uma queda modesta se levarmos em conta os efeitos esperados do ciclo político de negócios. Todavia, os números mais fracos no conceito primário acabaram contribuindo para o aumento do déficit nominal de 2,96% do PIB em 2005 para 3,01% do PIB em 2006. O aperto fiscal no ano de 2007, no entanto se mostrou vigoroso com superávit fiscal de 5,90% do PIB contra um gasto com juros nominais da ordem de 6,49 % do PIB de janeiro a agosto do corrente ano. Mas é improvável que a tendência se mantenha, pelo menos nessa magnitude, haja vista o aumento esperado de gastos no segundo semestre (onde a previdência costuma exercer forte influência negativa) e também devido ao fato de que, entre outras coisas, muitos cortes por contingenciamento costumam ser revistos.

Em que pese toda essa conjuntura em torno da dívida pública, no consolidado, verifica-se certa estabilidade do montante em torno de 45% do PIB desde o início de 2005. Mas, cabe ressaltar um ponto extremamente positivo com relação ao perfil da mesma. Conforme se observa na tabela 1, a seguir, os prazos médios de vencimento das LTNs e das

LFTs apresentam trajetória de crescimento, mostrando-se inclusive mais expressivos com relação às primeiras, que são pré-fixadas.

Tabela 1. Prazo Médio da DPF em Poder do Público – em meses

	Dez/06	Jun/07	Jul/07
DPF	35,47	37,90	38,88
DPMFi ¹	31,06	34,43	35,59
LFT	22,50	24,19	23,57
LTN	9,23	9,75	10,59
NTN-B	57,66	66,18	66,48
NTN-C	81,42	81,61	82,92
NTN-D	16,81	11,74	11,35
NTN-F	37,62	37,72	39,12
TDA	60,39	55,93	55,69
Dívida securitizada	87,00	86,48	85,75
Demais	95,40	91,88	90,92
DPFe	69,12	70,79	71,47
Dívida Mobiliária	79,14	74,21	75,53
Globais	79,31	79,35	80,90
Euros	40,79	41,24	39,65
Reais	72,09	83,81	86,57
BIB ²	36,72	34,43	33,40
Outros	4,61	0,97	----
Dívida Contratual	57,97	57,82	56,96
Organismos	N/D	61,68	60,82
Credores governamentais.	N/D	38,92	38,11

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional

1 Ressalta-se que ainda estão em circulação os BIBs, títulos de renegociação anterior ao Plano Brady, que não possuem cláusula de recompra e cujo estoque representa aproximadamente 0,3% do estoque total da DPFe;

Obs. 1: A partir de outubro de 2006, o cálculo do prazo médio da DPFe passou a incorporar os juros nominais por competência.

Obs. 2: O Tesouro Nacional revisou a metodologia do prazo médio da Dívida Mobiliária externa, com o objetivo de padronizar e integrar a apuração dos prazos da dívida interna e externa. Pelo novo método, o prazo médio de cada título é calculado descontando-se seus fluxos futuros pela “yield” de emissão, e não mais pela taxa do cupom.

Todavia, a mudança no perfil da dívida pública ainda precisa de bastante atenção no seu gerenciamento. Boa parte da dívida, de acordo com a tabela 2, encontra-se indexada à taxa de juros Selic, representando cerca de 35% do total em julho de 2007, embora se deva reconhecer uma redução de aproximadamente 8% em relação a julho de 2006 frente a um aumento nos títulos prefixados de cerca de 6%.

Dado que o processo de desdolarização e recompras da dívida externa venham sendo efetuadas, o efeito de redução da vulnerabilidade externa pode ser suplantado em função do carregamento de uma dívida pública de curto prazo e indexada a taxa de juros.

Tabela 2. Composição da DPMFi do Tesouro Nacional em Poder do Público por tipo de Rentabilidade (%)

Indexador	2006		2007	
	Julho		Junho	Julho
Selic	43,13		33,67	35,05
Câmbio	1,69		1,06	1,05
Prefixados	30,52		38,71	36,36
Índice de Preços	22,42		24,29	25,30
TR	2,24		2,27	2,24

Fonte: Tesouro Nacional

Se a velocidade de mudança no perfil da dívida pública não ocorrer em direção a prazos mais longos e, sobretudo em sintonia com a política do Banco Central de aumento das reservas, o país poderá ficar à mercê de choques internos. A análise é simples: com uma mudança do perfil da dívida pública em favor de títulos de curto prazo e indexada a taxa de juros, um aumento das reservas do Banco Central, com a compra de dólares, acaba elevando o câmbio; uma desvalorização cambial ao pressionar a inflação fará com que o Banco Central reaja inibindo o aumento da inflação por meio do aumento dos juros, dado que no arcabouço institucional do regime de metas inflacionárias se utiliza a taxa de juros como principal instrumento na perseguição da meta de inflação.

É importante destacar que o carregamento de uma dívida de curto prazo e indexada a taxa de juros não isenta o país dos choques externos suscetíveis nas economias emergentes. Um choque exógeno que proporcione uma desvalorização cambial ao contribuir para uma pressão inflacionária, gerando um aumento na taxa de juros, acaba aniquilando a política de redução da vulnerabilidade externa por meio da recompra da dívida externa e desdolarização da dívida pública, caso a mudança no perfil da dívida não seja para títulos de mais longo prazo e não indexados a taxa de juros de curto prazo.

Em outras palavras, a iniciativa do governo em reduzir a exposição cambial - seja pela parcela denominada em moeda estrangeira seja pela parcela em dívida externa - a que os títulos públicos estavam submetidos trouxe mais estabilidade e, portanto, mais previsibilidade ao financiamento do estoque da dívida pública. No entanto, deve-se salientar que, se antes de 2002 a economia brasileira poderia ser afetada, como foi, por choques na taxa de câmbio oriundos de crises na economia mundial com reflexos importantes diretos sobre o nível de endividamento do setor público, hoje a economia brasileira pode sofrer os mesmos impactos

das crises externas indiretamente pelo impacto do câmbio sobre os preços, mas principalmente via taxa de juros usada para conter a pressão inflacionária desencadeada pela desvalorização do câmbio e por apresentar um prazo médio de vencimento em torno de 38,6 meses em agosto de 2007, considerado muito baixo para uma economia como a nossa.

O impacto de choques externos na economia brasileira no que diz respeito ao curto prazo da dívida surge na medida em que os vencimentos ocorram simultaneamente aos períodos de turbulência dos mercados financeiros. Nos momentos de grandes incertezas os investidores tendem a fugir de aplicações de risco mais elevado e quando as aceitam cobram uma taxa de retorno mais alta para compensar o risco, e aí reside o maior problema. Com um período de maturidade mais longo o governo não sofreria esse tipo de pressão e, portanto, não haveria impactos relevantes de curto prazo no financiamento dos títulos.

Como mostra a figura 2, dentre os países selecionados, apenas o Peru possuía, em 2004, uma dívida com maturidade inferior a do Brasil, sendo que países como Chile, Nicarágua, Argentina e Colômbia possuíam toda a sua dívida vencendo no longo prazo. Se esses países conseguiram atingir tal nível de segurança por que o Brasil ainda não dedicou suficientes esforços nessa direção? Se num primeiro momento as atenções estavam mais voltadas para a redução do elevado nível de taxas de juros brasileiras em relação às das economias emergentes, agora que esse objetivo foi parcialmente alcançado é preciso avançar no aumento dos prazos de maturidade se quisermos obter mais estabilidade no nível de endividamento público e sofrer menos com turbulências oriundas de choques externos.

Conclusão

Em resumo, este artigo tentou discutir duas questões: a de que o caminho trilhado pela equipe econômica na substituição da taxa de câmbio por outros indexadores de remuneração dos títulos da dívida brasileira está correto; a segunda questão diz respeito à elevação do prazo de maturidade ainda muito baixo se comparado com diversos países com economias semelhantes à do Brasil. A conclusão do trabalho baseia-se na observação de que o governo deveria se empenhar mais na emissão de títulos remunerados especialmente por índices de preços (preferencialmente o IPCA) e pré-fixados, pois esses indexadores permitem uma maior previsibilidade quanto à necessidade de geração de receitas, bem como possibilitam em caso de crise econômica ajustar receitas e despesas em um mesmo indicador ao contrário do período pós-flexibilização do regime de câmbio, onde as despesas financeiras

explodiam com a desvalorização do real e as receitas apresentavam baixo crescimento, pois dependiam mais do crescimento econômico.

Em relação ao prazo de maturidade, pode-se argumentar que o alongamento do prazo de vencimento exige a contrapartida do aumento das taxas de remuneração como forma de compensação pelos riscos inerentes às incertezas quanto ao futuro, mas quando observamos que países com economias pequenas já se beneficiam de vencimento de longo prazo fica a certeza de que também podemos emitir títulos longos.

Por fim, não devemos nos iludir e achar que os avanços alcançados no campo da política fiscal sejam suficientes para enfrentarmos as turbulências internacionais próprias do mundo capitalista. É sempre menos doloroso implementar mudanças quando a economia apresenta expansão do que em períodos de crises.

A apreciação cambial e a Dívida Líquida do Setor Público

*Fábio Henrique Bittes Terra**

1. Introdução

A taxa de câmbio em janeiro de 2004 era de R\$ 2,85 para US\$1. Em fins de março de 2007 esta mesma taxa era de R\$ 2,08 para US\$1¹⁹. Ou seja, em pouco menos de 40 meses houve uma depreciação acumulada no valor da moeda americana de 37%.

Por sua vez, a Dívida Líquida do Setor Público, doravante DLSP, tem seu comportamento influenciado, de maneira direta, pela dinâmica da taxa de câmbio por intermédio de três mecanismos: via parcela da dívida interna indexada à taxa de câmbio, pelo estoque total da dívida externa, e pelas reservas internacionais.

Desta forma, a apreciação cambial tem reflexo direto nos fatores condicionantes do endividamento do setor público. Logo, o objetivo deste artigo é analisar quais os efeitos da valorização do real sobre a DLSP. É examinado, por razões de espaço físico e existência de dados, o período 01/2004 a 03/2007.

Além desta breve introdução, a seção 2 exprime as causas da apreciação cambial. A seção 3 apresenta a DLSP, seu conceito e componentes. A seção 4 mostra a relação entre a DLSP e o câmbio. Finalmente, a seção 5 tece breves conclusões sobre a apreciação cambial e a DLSP.

2. As causas da valorização cambial

A taxa de câmbio desvalorizou-se substancialmente em 2002 devido à incerteza nas expectativas do mercado, concernentes à eleição presidencial que se realizaria em outubro de 2002. Existia no período que antecedia a eleição presidencial certa ansiedade do mercado para saber quem seria o novo presidente, e quais os rumos das políticas econômicas por ele adotadas. As pesquisas eleitorais apontavam a vitória do candidato Luis Inácio Lula da Silva, sabido político de esquerda, o que causou apreensão aos investidores. Houve fuga de capitais, induzindo ao aumento da taxa de câmbio. Esta saiu de um patamar de R\$ 2,37 em janeiro, para R\$ 3,81, por dólar, em outubro de 2002. Isto corresponde a uma valorização da moeda americana de 61% em 10 meses.

* Mestrando do Programa de Pós-Graduação em Desenvolvimento Econômico da Universidade Federal do Paraná (PPGDE/UFPR). Endereço eletrônico: fbterra@yahoo.com.br.

¹⁹ Dados do IPEADATA. Taxa de câmbio comercial, média, mensal e para a compra.

Já em fins de 2002, passada a eleição presidencial, o real iniciou uma trajetória de valorização que perdura até os dias de hoje, após o presidente eleito anunciar que não iria alterar o perfil da política econômica. Houve influxo de capitais ao país e restabeleceu-se um real mais valorizado. No período que se estende de janeiro de 2003 até maio de 2007, o real se valorizou 73%²⁰.

Para fazer frente à fuga de capitais em 2002, o Brasil viu-se obrigado a elevar a taxa de juros, aumentando o diferencial entre juros internos e externos. A maior taxa de rentabilidade oferecida pela economia brasileira, auxiliou no retorno ao país do fluxo internacional de capitais, o que contribuiu para a depreciação da taxa de câmbio.

A apreciação cambial é ainda intensificada pelo atual ciclo de liquidez internacional, que faz com que países em desenvolvimento recebam uma quantidade maior de recursos externos. Como prova disto, se verifica a valorização das moedas locais em todos os países em desenvolvimento²¹, porém em nenhum deles em tamanho análogo ao que ocorre no Brasil.

Além desses fatores acima descritos, a melhoria dos fundamentos macroeconômicos brasileiros (relação DLSP/PIB estável, relações Reservas/Div. Externa e Exportações/Div. Externa favorável, entre outros) tem reduzido o risco-país e suavizado a percepção de risco dos investidores, o que tem atraído maior quantidade de capitais para o país. Desta forma, aumenta-se a oferta de dólar e há pressão por baixa na taxa de câmbio.

Soma-se a estes movimentos financeiros favoráveis os bons resultados da balança comercial brasileira, incentivados pelo ciclo de expansão da economia mundial e pelos bons preços das principais *commodities* de exportação do Brasil. O superávit auferido pela conta comercial do Balanço de Pagamentos é um dos principais mecanismos de entrada de recursos externos no país, o que aprecia a taxa de câmbio.

Todos estes fatores reunidos explicam a forte apreciação da taxa de câmbio no período pós-2003. A apreciação não tem sido superior devido às intervenções do Banco Central no mercado de câmbio, em operações de compra de moeda estrangeira, visando compor reservas internacionais.

²⁰ Todos os dados IPEADATA. Taxa de câmbio comercial, média, mensal e para a compra.

²¹ Segundo informes do Fundo Monetário Internacional, www.imf.org

3. A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP)

A DLSP (utiliza-se neste artigo o critério de Dívida Líquida do Setor Público Consolidado) é todo o débito – passivo – que possui o setor público não financeiro com o setor público financeiro, com o setor privado financeiro e não-financeiro, e com o resto do mundo. Do total de débitos, subtraídos os ativos públicos e privados – créditos – em poder do setor público, tem-se o montante da DLSP.

O setor público consolidado engloba todas as esferas governamentais – União, estados e municípios – a Previdência Social, o Banco Central do Brasil e as empresas estatais – federais, estaduais e municipais. Com exceção do Banco Central, nenhuma outra instituição financeira pública compõe o setor público consolidado.

Os principais passivos componentes da DLSP são: a base monetária, que é o passivo monetário do Banco Central; a dívida mobiliária federal (DMF), total de títulos públicos emitidos pelo Tesouro Nacional, vendidos, cotados e resgatados em moeda nacional; a dívida externa líquida, que são desembolsos contratuais realizados com o setor externo, composta por uma gama de moedas estrangeiras, porém somente contabilizada em reais após serem convertidas em dólar americano²².

Os créditos do setor público não-financeiro são ativos que ele possui, que são passivos para o setor privado financeiro e não-financeiro, setor público financeiro e o setor externo.

Matematicamente a DLSP pode ser definida por:

$$DLSP = M + B + eI - A + eF - eR,$$

Tem-se que: M é a base monetária, B é a dívida interna indexada à taxa de juros ou algum outro índice interno, e é a taxa de câmbio, I é a dívida interna indexada à taxa de câmbio, A são os ativos financeiros do setor público, F e R são a dívida externa e as reservas internacionais, respectivamente. Nota-se que A e R aparecem com sinal negativo, pois se subtraem do montante da dívida bruta, visto que são ativos – créditos – do setor público consolidado.

Os três mecanismos de influência do câmbio sobre a DLSP estão apresentados. O termo eI mostra como a DLSP varia a partir da indexação de títulos públicos à taxa de

²² A DLSP conta ainda com outros passivos, de menor relevância, ocorrência e montante. Exemplos destes são: dívida bancária dos governos central, estadual e municipal; dívidas securitizadas do governo central; recursos do FAT; arrecadações a recolher. Para mais ver Manual de Estatísticas Fiscais do Depec/Bacen – junho de 2006. Disponível em <http://www.bcb.gov.br/ftp/infecon/Manual.pdf>

câmbio, eF e eR mostram a variação do estoque de dívida externa e reservas internacionais, respectivamente, quando se altera a taxa de câmbio.

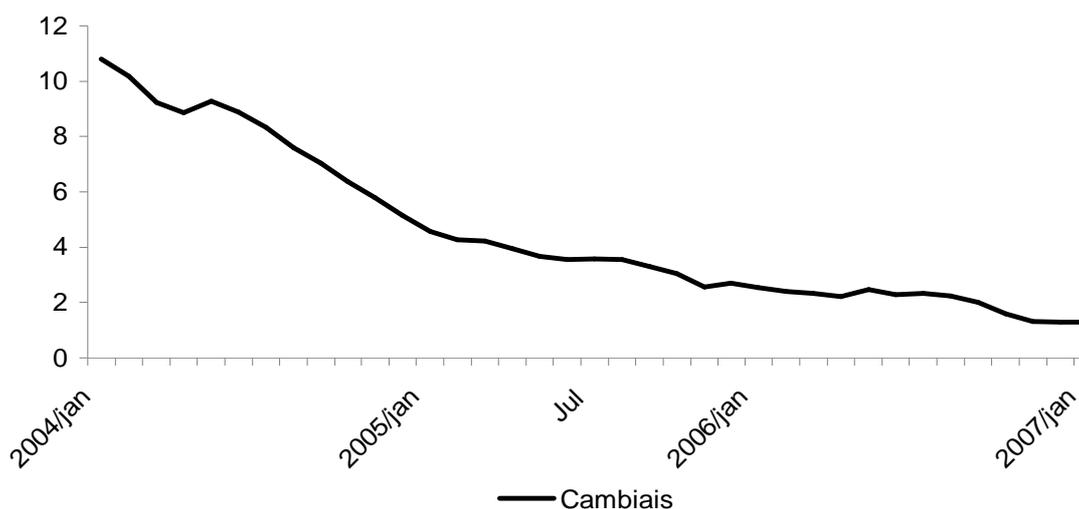
4. A relação taxa de câmbio – DLSP

Tendo em mente a formalização acima, os termos eI e B representam a DMF, componente majoritário da DLSP. Os títulos públicos conferem ao seu detentor, em uma determinada periodicidade, uma rentabilidade, que é estipulada por meio do indexador do título. Os quatro principais indexadores da DMF, entre 2004 e março de 2007, foram: a taxa SELIC, os indexadores pré-fixados, a taxa de câmbio e os índices de preço.

Interessa a este trabalho a parcela da DMF indexada à taxa de câmbio²³. Como apresenta o gráfico 1, a indexação cambial dos títulos públicos reduziu-se significativamente no período. De um total de 10,8% dos títulos emitidos em janeiro de 2004, chega-se, em março de 2007, a 1,26% da DMF, em posição de carteira, indexada à taxa de câmbio.

A menor emissão de títulos cambiais leva a uma melhora no perfil da DMF. As finanças públicas ficam menos sujeitas a serem afetadas, caso ocorra alguma adversidade na economia mundial, visto que o Brasil tem um mercado de câmbio flutuante, adstrito às oscilações do mercado. A apreciação cambial determina uma menor pressão sobre a DMF, pois reduz o dispêndio em reais para o pagamento dos títulos vinculados ao câmbio.

Gráfico 1. DLSP - Participação do Indexador Cambial - Sem swap, em posição de carteira – mensal em % do total de títulos emitidos (2004 - 03/2007)



Fonte: Banco Central do Brasil

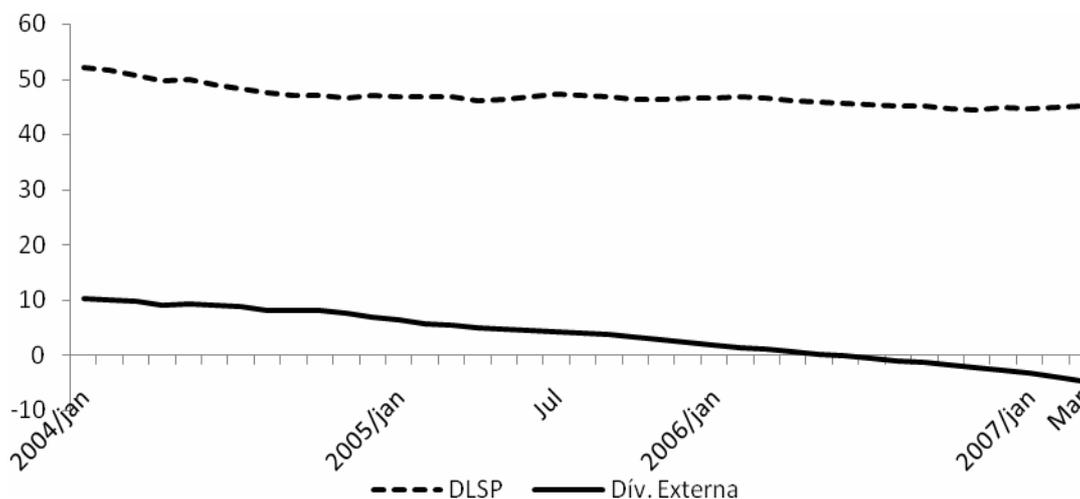
²³ Os principais títulos cambiais são: Bônus do Tesouro Nacional (BTN); as Notas do Tesouro Nacional (NTN) séries M, A, D, I e R; as Notas do Banco Central (NBC) séries E e F; e os títulos FAT- cambiais.

Em termos da dívida externa, a apreciação do real frente ao dólar faz com que o estoque desta dívida se desvalorize. A dívida externa não está contratada apenas em dólar, é composta por uma cesta de moedas. Todavia, para a apuração de seu estoque, toda esta cesta é convertida primeiramente em dólar americano para depois ser contabilizada na moeda nacional. Com o real valorizado frente ao dólar, o estoque da dívida externa é reduzido pelo ajuste cambial.

Ademais, o movimento de composição de reservas internacionais, como pode ser visto pelo gráfico 2, tem influenciado uma queda vertiginosa no montante da dívida externa líquida²⁴. As reservas internacionais apresentaram crescimento tal, que em 2005 a posse de ativos estrangeiros pelo setor público superou seu passivo externo.

Em vista disso, parte da estabilidade atual da relação DLSP/PIB é explicada pelo movimento recente do endividamento externo. Sua dinâmica tem sido positiva à DLSP, dado que hoje o Brasil tem um saldo de débitos externos inferior a seu saldo de créditos externos. A apreciação cambial está intrinsecamente ligada a este comportamento: por um lado desvaloriza o estoque do passivo externo e por outro lado favorece a composição de reservas internacionais.

Gráfico 2. DLSP e Dívida Externa - mensal em % do PIB (2004 - 03/2007)



Fonte: Banco Central do Brasil

O terceiro e último componente que relaciona diretamente o câmbio a DLSP é o de reservas internacionais. A aquisição de divisas estrangeiras tem sido feita diariamente pelo Banco Central que busca, com isto, conferir maior estabilidade macroeconômica ao país,

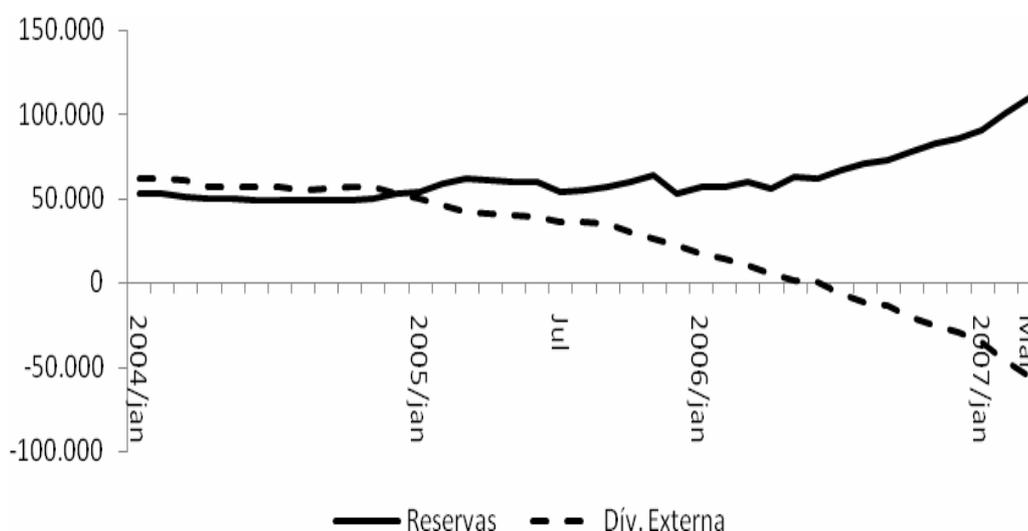
²⁴ A dívida externa bruta, líquida das reservas internacionais, fornece a dívida externa líquida, categoria analisada neste artigo.

frente a adversidades que possam ocorrer na economia global. Ademais se serena a percepção de risco que formam os agentes e as agências de *rating* sobre a saúde da economia brasileira, na medida em que o nível de reservas é um fundamento avaliado por estes. Um maior fluxo de investimento internacional é obtido desta forma.

Mas não é apenas para a composição de reservas que o Banco Central atua no mercado de câmbio comprando divisas estrangeiras. A sua atuação tem sido realizada, também, para conter a valorização do real. O real sobrevalorizado tem influências negativas sobre o nível de exportações, podendo levar a uma piora do saldo comercial. Porém, devido aos bons preços das *commodities* de exportação brasileira, e ao ciclo de liquidez mundial, este efeito nocivo ainda não se verificou.

No caso das reservas internacionais o movimento de valorização da taxa de câmbio é ambíguo. Por um lado, é favorecida a compra de divisas estrangeiras pelo seu barateamento. Por outro, o seu valor – em efeito similar ao que ocorre com o estoque da dívida externa – se reduz, na medida da valorização da taxa de câmbio. As reservas são compostas, assim como o passivo externo, por diferentes moedas. Sua contabilização, porém, é realizada em dólar americano, sendo todas as diferentes moedas a ele convertidas, o que implica, com a valorização cambial, determinado ônus às contas públicas. Este processo passou a ser mais incisivo após 2006, quando a composição de reservas internacionais foi intensificada, como pode ser verificado no gráfico 3.

Gráfico 3. Reservas Internacionais e Dívida Externa Líquida - em US\$ milhões - estoque mensal (2004 - 03/2007)



Fonte: Banco Central do Brasil

4.1. Os valores do ajuste cambial

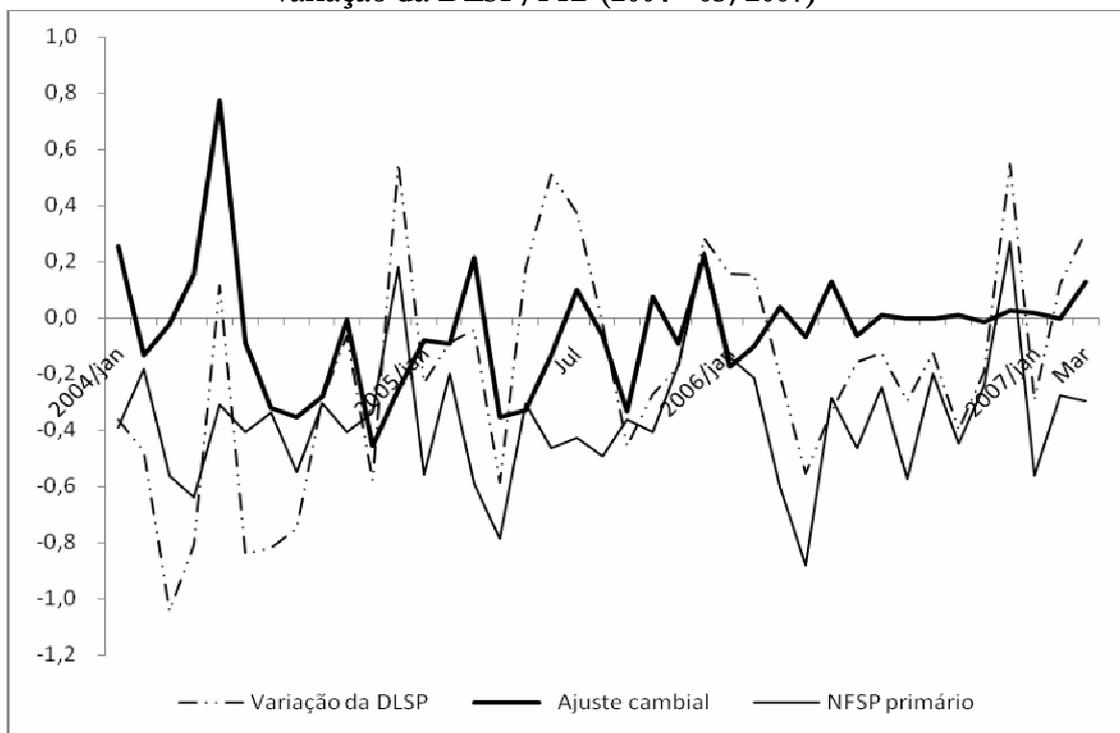
A valorização cambial, pelos caminhos acima apresentados, tem contribuído para a estabilidade dos fluxos dos fatores condicionantes da evolução da DLSP, o que pode ser visto pelos dados apresentados abaixo.

O ajuste cambial da DLSP, representa a correção do valor do estoque de endividamento do setor público derivado das oscilações ocorridas na taxa de câmbio. Com a apreciação do real, o impacto do câmbio sobre a DLSP é favorável à sua redução. Isto pode ser visualizado pelo gráfico 4.

A permanência da relação DLSP/PIB em torno de 46,8%, entre 2004 e março de 2007 é auxiliada pelos ajustes cambiais realizados. Somando-os ao superávit primário, tem-se, em parte, a amortização dos fluxos que impactam de forma desfavorável sobre a evolução do estoque da DLSP, elevando-o, como é o caso dos juros nominais e dos passivos contingentes.

O gráfico 4 apresenta – linha em negrito – o ajuste cambial. Na maior parte do tempo o movimento do câmbio fica na parte negativa do plano, o que representa redução do estoque da DLSP.

Gráfico 4. Ajuste Cambial, Variação da DLSP, Resultado Primário – mensal em % da variação da DLSP/PIB (2004 - 03/2007)



Fonte: Banco Central do Brasil

A tabela 1 abaixo apresenta os valores em milhões de reais do ajuste cambial da DLSP. Os valores negativos contribuem para a redução do estoque do endividamento. Em 25

dos 39 meses da amostra o ajuste cambial foi favorável à redução do endividamento público. No total o ajuste cambial contribuiu com algo em torno de R\$ 36,2 bilhões para a redução do endividamento.

Tabela 1. Ajuste Cambial – mensal em R\$ milhões (2004 – 03/2007)

Ano	2004	2005	2006	2007
Jan	4 466	- 1 693	- 3 845	388
Fev	- 2 386	- 1 891	- 2 217	-46
Mar	-464	4 369	843	3 038
Abr	2 861	- 7 393	- 1 538	-
Mai	14 670	- 6 875	2 864	-
Jun	- 1 696	- 2 770	- 1 488	-
Jul	- 6 330	2 049	204	-
Ago	- 7 023	- 1 330	-71	-
Set	- 5 621	- 6 966	-52	-
Out	-160	1 582	184	-
Nov	- 9 253	- 2 005	-365	-
Dez	- 5 257	4 720	600	-

Fonte: Banco Central do Brasil

5. Conclusões

A relação entre a valorização da taxa de câmbio e a dívida líquida do setor público, mostra que, o movimento daquela impactou favoravelmente na evolução desta, durante todo o período. Assim, a velocidade do aumento da DLSP é reduzida e maior estabilidade lhe é garantida.

Não obstante, isto representa uma melhor possibilidade de condução da política fiscal. O ajuste cambial se alia ao superávit primário para a amortização dos juros nominais e para a redução do déficit nominal do setor público, reduzindo suas necessidades de financiamento.

Ademais as reservas internacionais são superiores ao passivo externo, o que representa uma estabilidade ante os débitos contratados em moeda estrangeira. O país se encontra com fundamentos macroeconômicos mais sólidos, recebendo maior quantidade de recursos do circuito financeiro internacional.

A dívida mobiliária, parcela majoritária da DLSP, está praticamente desvinculada da indexação cambial, o que a concede maior segurança frente a adversidades que porventura ocorram no cenário internacional.

A análise dos dados mostra, portanto, que a apreciação da taxa de câmbio contribuiu, inegavelmente, para a melhora da relação DLSP/PIB, no período 2004 - março de 2007, tanto em seu componente interno, como no externo.

ECONOMIA PARANAENSE

Evolução do emprego e renda na economia brasileira e paranaense: 2003-2007

*Marcio José Vargas da Cruz**

*Luciano Nakabashi***

*Beatrice Aline Zimmermann****

1. Introdução

O objetivo do presente trabalho é fazer uma análise comparativa entre Brasil e Paraná a respeito da evolução do emprego e renda, no período 2003-2007. Para tanto, foram utilizados os dados do Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (CAGED) do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) e da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (PNAD) do IBGE.

2. Análise dos dados da evolução do emprego entre 2003 e 2007: Brasil e Paraná

Os dados recentes da renda e emprego na economia brasileira têm apontado para um cenário favorável ao longo do ano de 2007. Em relação ao PIB da economia, há indícios de que seu crescimento fique perto de 5%.

A Tabela 1 apresenta os dados relativos às contratações acumuladas entre janeiro e agosto dos anos 2003-2007. Observa-se que tanto no Paraná quanto no Brasil ocorreu uma elevação expressiva do número de contratações ao longo desse período, com destaque para o aumento da contratação na indústria de transformação. No Paraná, entre 2003 e 2007, a elevação do número de contratações foi de 60,6%, enquanto que, no Brasil, foi de 53,6%. Como o crescimento do número de admissões foi de, aproximadamente, 45% nas duas regiões, a indústria de transformação tem apresentando um maior número de admissões em relação à média da economia, considerando apenas o emprego formal, de acordo com os dados do CAGED.

* Professor do Departamento de Economia da UFPR – Endereço eletrônico: marciocruz@ufpr.br

** Professor do Departamento de Economia da UFPR – Endereço eletrônico: lucianonakabashi@ufpr.com.br

*** Aluna de Graduação em Ciências Econômicas da UFPR - Endereço eletrônico: beatrice@ufpr.com.br

Tabela 1. Número de admissões – PR e Brasil - acumulado jan/ago (2003-2007)

SETORES	PARANÁ – ADMISSÃO					BRASIL – ADMISSÃO				
	2003	2004	2005	2006	2007	2003	2004	2005	2006	2007
TOTAL	506.918	598.436	638.850	645.028	731.843	6.687.318	7.730.757	8.412.122	8.790.821	9.745.525
TAXA DE CRESCIMENTO		18.1%	6.8%	1.0%	13.5%		15.6%	8.8%	4.5%	10.9%
1.EXTRAT MINERAL	891	1.045	1.272	1.217	1.228	22.727	27.331	31.831	32.576	34.104
TAXA DE CRESCIMENTO		17.3%	21.7%	-4.3%	0.9%		20.3%	16.5%	2.3%	4.7%
2.INDUST TRANSFORM	134.897	170.993	177.188	175.086	216.593	1.402.439	1.735.601	1.791.533	1.862.226	2.154.523
TAXA DE CRESCIMENTO		26.8%	3.6%	-1.2%	23.7%		23.8%	3.2%	3.9%	15.7%
3.SERV IND UT PUB	2.159	2.410	2.768	3.642	3.092	27.886	33.944	44.390	45.775	42.539
TAXA DE CRESCIMENTO		11.6%	14.9%	31.6%	-15.1%		21.7%	30.8%	3.1%	-7.1%
4.CONSTRUCAO CIVIL	36.128	39.086	39.406	46.081	54.594	625.376	692.395	736.440	862.249	953.381
TAXA DE CRESCIMENTO		8.2%	0.8%	16.9%	18.5%		10.7%	6.4%	17.1%	10.6%
5.COMERCIO	125.492	151.663	166.208	160.500	178.074	1.482.014	1.705.032	1.914.240	1.895.789	2.113.747
TAXA DE CRESCIMENTO		20.9%	9.6%	-3.4%	10.9%		15.0%	12.3%	-1.0%	11.5%
6.SERVICOS	161.695	188.980	207.372	222.428	231.452	2.292.918	2.554.314	2.890.593	3.238.437	3.349.442
TAXA DE CRESCIMENTO		16.9%	9.7%	7.3%	4.1%		11.4%	13.2%	12.0%	3.4%
7.ADM PUBLICA	2.604	2.912	3.747	3.729	2.686	58.265	63.353	77.086	70.947	75.897
TAXA DE CRESCIMENTO		11.8%	28.7%	-0.5%	-28.0%		8.7%	21.7%	-8.0%	7.0%
8.AGRIC. SILVICULT	43.017	41.347	40.887	32.345	44.124	774.665	918.714	925.891	782.822	1.021.892
TAXA DE CRESCIMENTO		-3.9%	-1.1%	-20.9%	36.4%		18.6%	0.8%	-15.5%	30.5%
9.OUTROS	35	0	2	0	0	1.028	73	118	0	0

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do CAGED (2007)

Além das contratações, é ainda mais importante a análise do número de admissões líquidas em cada um dos segmentos e setores da economia, uma vez que estes sinalizam a quantidade de vagas que realmente está sendo gerada em cada um deles.

Analisando a ampliação dos números de vínculos empregatícios no acumulado de janeiro a agosto de cada ano, ao longo dos últimos cinco anos (Tabela 2), observamos que tanto no Paraná quanto no Brasil, as contratações líquidas (admissões descontadas as demissões) em 2007 ficam atrás apenas dos números de 2004, ano em que a economia brasileira alcançou a maior taxa de crescimento da década.

**Tabela 2. Evolução do emprego formal no Paraná -
acumulado jan/ago (2003-2007)**

ATIVIDADE	PARANÁ					BRASIL				
	2003	2004	2005	2006	2007	2003	2004	2005	2006	2007
TOTAL	72.217	125.263	89.528	84.164	117.319	677.912	1.466.446	1.219.236	1.207.070	1.355.824
1.EXTRAT MINERAL	40	244	98	302	238	5.465	8.271	8.316	10.088	8.110
2.INDUST TRANSFORM	22.870	49.967	27.100	28.249	52.467	137.361	454.555	218.331	264.663	367.904
PROD MIN NAO MET	340	1.003	538	546	963	-1.414	11.469	10.436	9.570	8.862
METALURGICA	582	2.912	517	1.869	2.480	11.485	38.541	15.104	21.858	39.593
MECANICA	1.232	1.228	489	1.140	2.194	8.658	24.532	8.191	13.975	32.420
MAT ELETRIC COMUN	-1.350	1.400	1.662	86	1.496	118	19.186	11.431	7.225	10.631
MATER TRANSPORTE	1.360	3.929	1.662	789	3.486	9.914	36.629	18.509	8.924	37.500
MAD E MOBILIARIO	2.245	6.806	-2.197	-1.023	3.289	4.809	32.390	-9.482	4.424	9.469
PAP.PAPELAO.EDIT	477	1.408	974	769	1.157	387	11.718	7.994	7.650	6.609
BOR. FUMO.COUREOS	-339	1.100	702	585	255	4.980	25.238	14.422	14.545	10.672
QUIM.PR FARM. VET	1.550	3.016	1.657	2.087	2.966	5.593	37.449	22.734	20.834	23.334
TEXTIL.VESTUARIO	3.674	6.386	3.553	2.951	8.004	4.028	55.599	33.160	26.674	42.041
CALCADOS	161	252	160	244	289	17.958	42.506	-2.593	11.761	14.524
PROD ALIMENT.BEB	12.938	20.527	17.383	18.206	25.888	70.845	119.298	88.425	117.223	132.249
3.SERV IND UT PUB	361	814	587	1.443	212	2.081	6.671	9.980	9.531	6.465
4.CONSTRUCAO CIVIL	-1.778	3.075	3.079	6.300	8.597	-14.000	90.057	91.206	118.839	142.743
5.COMERCIO	13.726	24.130	16.779	9.687	16.585	94.183	214.875	205.361	129.979	161.160
COM VAREJISTA	11.157	19.228	14.128	7.605	13.041	71.405	161.003	165.440	92.795	116.087
COM ATACADISTA	2.569	4.902	2.651	2.082	3.544	22.778	53.872	39.921	37.184	45.073
6.SERVICIOS	19.477	30.472	29.961	26.896	26.716	210.397	383.520	453.530	441.615	424.671
INST FINANCEIRAS	577	667	1.440	1.135	280	7.544	5.726	20.956	17.626	8.724
C ADM IMOV TEC PR	4.699	10.019	7.677	9.243	7.334	55.101	132.616	150.779	163.964	154.617
TRANSP E COMUNIC	3.044	5.848	7.385	3.587	4.019	35.488	79.167	79.228	47.224	58.312
ALOJ ALIM R MANUT	3.887	8.740	7.780	7.746	8.608	40.108	82.647	102.644	117.485	107.441
MEDICOS ODONTOLOG	1.328	1.464	1.971	2.108	2.457	14.751	28.985	38.109	40.178	37.282
ENSINO	5.942	3.734	3.708	3.077	4.018	57.405	54.379	61.814	55.138	58.295
7.ADM PUBLICA	-489	673	1.527	1.418	348	20.614	26.964	33.061	26.753	29.154
8.AGRIC.SILVICULT	17.997	15.888	10.395	9.869	12.156	220.986	281.477	199.400	205.602	215.617
9.OUTROS	13	0	2	0	0	825	56	51	0	0

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do CAGED (2007)

No caso paranaense, observa-se que as contratações líquidas em 2007 são bastante superiores aos anos de 2003, 2005 e 2006. Contudo, dois fatos chamam a atenção. Em primeiro lugar, as contratações líquidas da indústria de transformação no Paraná, entre janeiro e agosto de 2007 superaram os números para o mesmo período de 2004, o que não aconteceu com a economia brasileira. Isso parece indicar um comportamento de destaque na dinâmica industrial do Estado.

O segundo fato relevante é que, para a economia brasileira, as contratações líquidas no setor de serviços, em 2007, superaram o ano de 2004, mas foram menores às contratações líquidas feitas nos anos de 2005 e 2006, períodos de baixo crescimento econômico. No entanto, para a economia paranaense, as contratações líquidas no setor de serviços, em 2007, ficaram abaixo das mesmas referentes aos anos de 2004, 2005 e 2006.

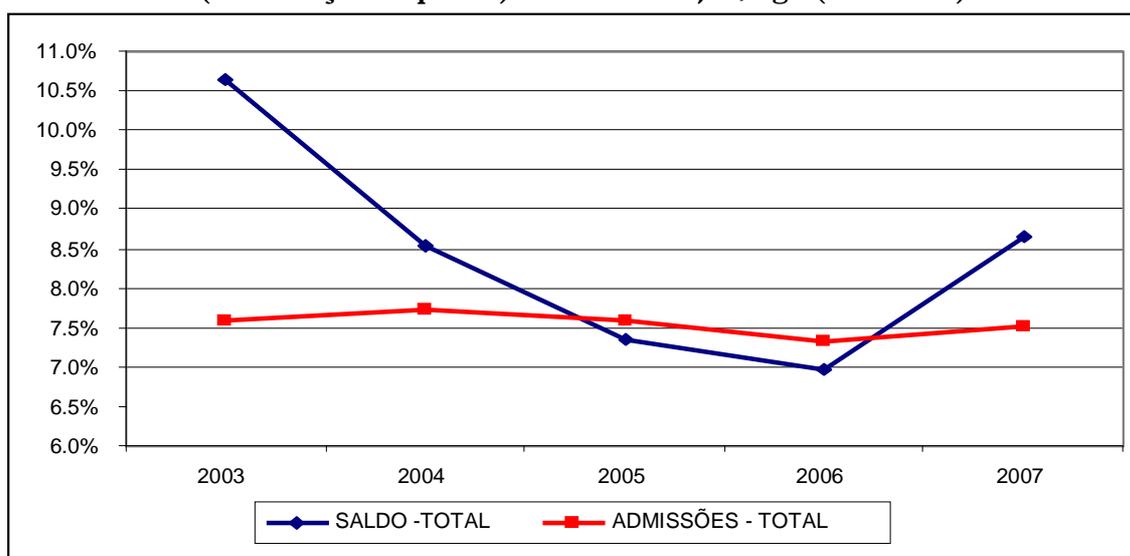
Neste sentido, chama a atenção o fato de que os anos de 2004 e 2007 estão apresentando uma variação mais expressiva tanto nas admissões, quanto nas contratações

líquidas da indústria de transformação, no Paraná e no Brasil. Considerando as projeções de crescimento para a economia brasileira em 2007, estes anos tendem a se apresentar como os de maior crescimento econômico ao longo do período analisado.

Nos Gráficos 1 e 2 fica clara a diferença na dinâmica da geração líquida de emprego em cada uma das regiões. No gráfico 1 é apresentada a evolução da participação do número de admissões e de admissões líquidas (saldo) do Paraná em relação ao Brasil, considerando todos os setores no acumulado de janeiro a agosto, no período 2003-2007.

Observa-se, no Gráfico 1, que a participação do Paraná no total de admissões realizadas durante o período em relação às contratações feitas no Brasil apresenta variações pouco significativas, passando de 7,8% para 7,4%. No entanto, considerando as contratações líquidas, as variações são muito mais expressivas. A participação do Paraná no total de empregos foi reduzida de 10,8%, em 2003, para 7% em 2006, retornando ao nível de 8,7%, em 2007.

Gráfico 1. Participação do Paraná no Brasil - Total de admissões e no saldo (contratações líquidas) - acumulado jan/ago (2003-2007)

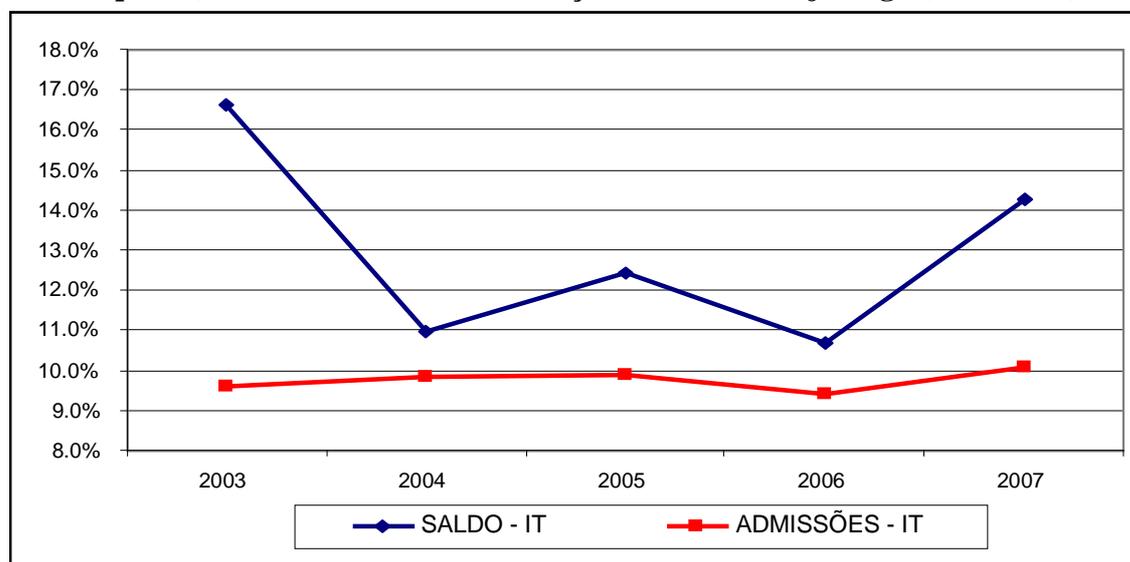


Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do CAGED (2007)

O Gráfico 2 apresenta a participação do Paraná no total de admissões e no saldo das contratações líquidas na indústria de transformação entre janeiro a agosto dos anos 2003-2007. A variação no total de contratações, no período, passou de 9,5% para 10%. Porém, ao se considerar as contratações líquidas, ocorreu uma queda bastante expressiva entre 2003 e 2004, de 16,7% para 11%, uma breve recuperação seguida de queda, entre 2005 e 2006, e uma recuperação expressiva em 2007 de 10,8% para 14,3%.

Diferentemente do número de contratações totais, ao se considerar as contratações líquidas, observam-se variações ao longo deste período entre 4 e 5 pontos percentuais de um ano para outro.

Gráfico 2. Participação do Paraná no Brasil - total de admissões e saldo (contratações líquidas) – indústria de transformação – acumulado jan/ago (2003-2007)



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do CAGED (2007)

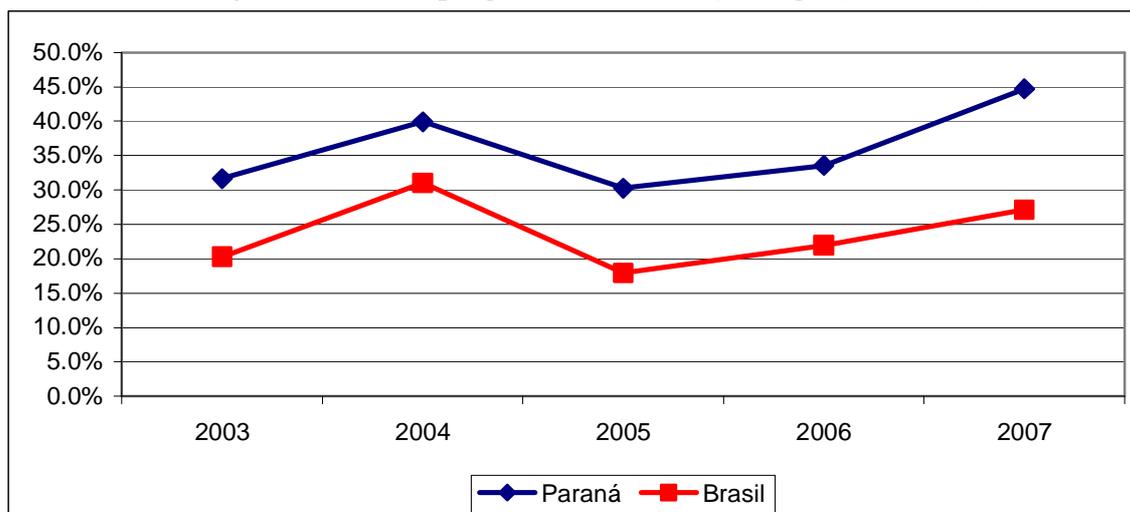
É interessante notar que apesar dos indícios de que a indústria de transformação paranaense tem apresentado um melhor desempenho relativo, quando se considera o ano de 2007 tem-se que:

a) a perda de participação de admissões líquidas do segmento da indústria de transformação do Paraná em relação ao Brasil foi de 2,4 pontos percentuais (p.p), de 16,7% para 14,3%;

b) a perda de participação das admissões líquidas considerando todos os setores do Estado em relação ao país foi de 2,1 p.p, de 10,8% para 8,7%, considerando em ambos os casos o período de janeiro a agosto, entre 2003 e 2007.

Porém, ao analisar a participação percentual da criação líquida de empregos da indústria de transformação em relação à geração líquida do total de empregos no Paraná e no Brasil, observa-se que a economia paranaense segue a tendência nacional, mas com uma participação mais relevante da indústria.

Gráfico 3. Participação da geração de empregos na indústria de transformação na criação total de empregos - acumulado jan/ago (2003-2007)



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do CAGED (2007)

Pelo Gráfico 3, podemos ver que a participação da geração líquida de empregos na indústria de transformação em relação à criação total de empregos teve uma retomada nos anos de 2006 e 2007 e que essa retomada foi mais significativa no Paraná, tendo como destaque a agroindústria e o setor automobilístico, ambos favorecidos pela conjuntura internacional.

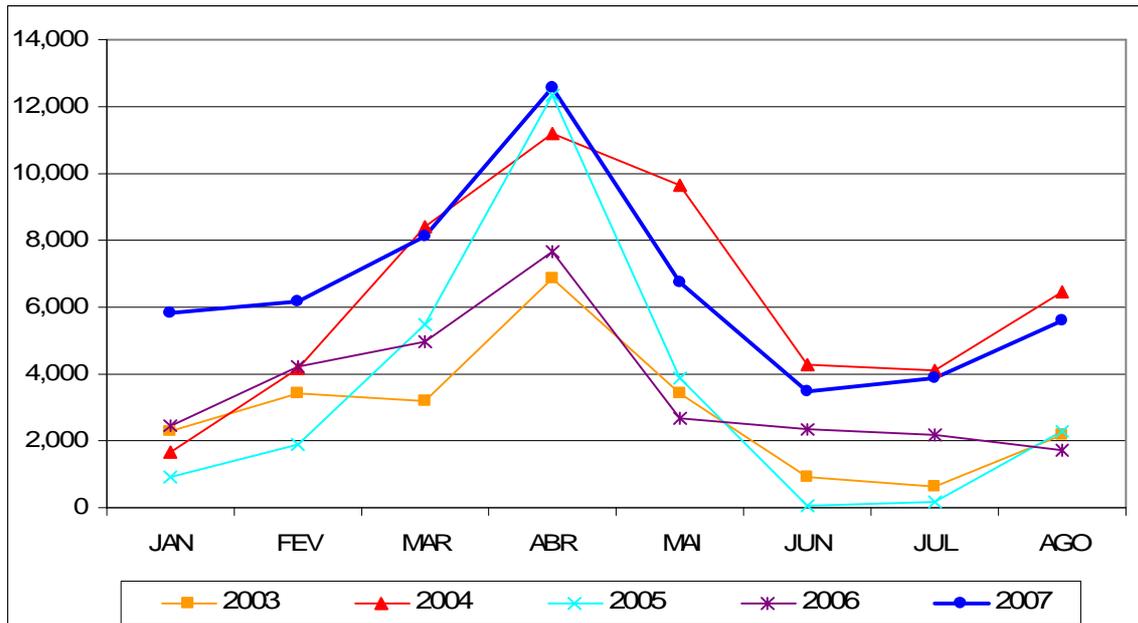
De qualquer forma, a maior contratação líquida na indústria de transformação do Brasil e Paraná é extremamente relevante se KALDOR (1962) e HIRSCHAMN (1958) estavam corretos ao afirmar que indústria é o grande núcleo gerador de ganhos de produtividade através da geração e difusão de tecnologia para o conjunto da economia.

De fato, alguns estudos empíricos mostram evidências que dão suporte a essa idéia, principalmente para o caso de economias em desenvolvimento como, por exemplo, HANSON (1998) e GLAESER *et al.* (1992).

Para a economia brasileira, efeitos positivos de encadeamento para frente e para trás gerados pela indústria, com impactos positivos sobre o crescimento econômico, no período de 1994 a 2002, foram encontrados por SILVA e SILVEIRA NETO (2007).

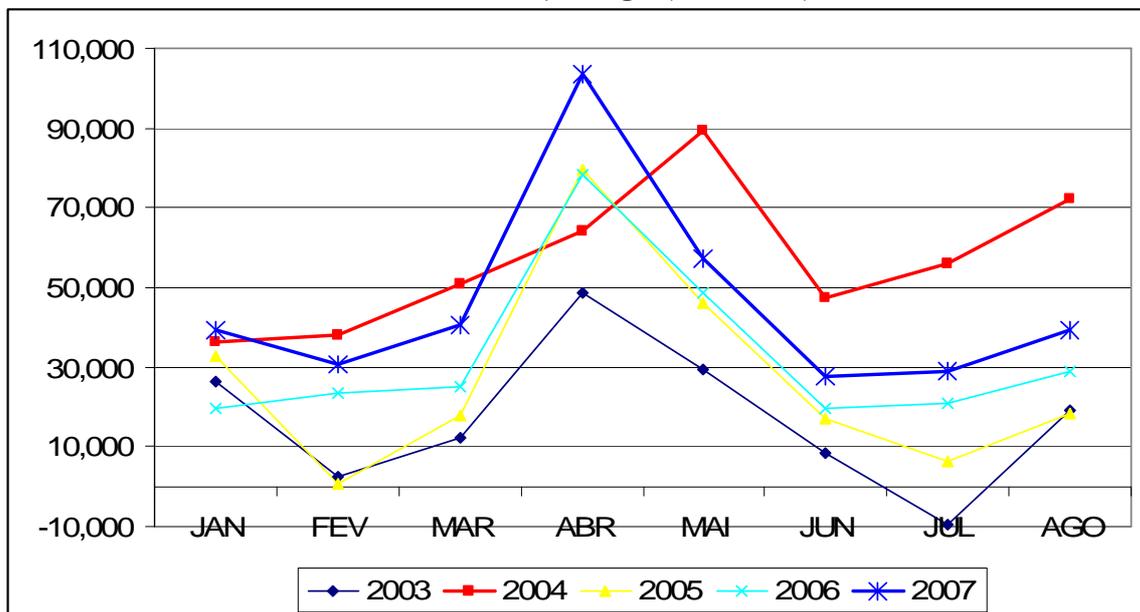
Analisando o comportamento mensal das contratações líquidas da indústria de transformação no Paraná (Gráfico 4) e no Brasil (Gráfico 5), o que facilita a observação do efeito da sazonalidade, observa-se que os resultados apresentados são melhores em 2007 quando comparado aos demais anos. O mesmo não acontece quando se considera o agregado nacional, conforme indicam as informações contidas na Tabela 2 e no Gráfico 5.

Gráfico 4. Evolução do emprego na indústria de transformação do Paraná – Saldo mensal jan/ago (2003-2007)



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do CAGED (2007)

Gráfico 5. Evolução do emprego na indústria de transformação do Brasil – Saldo mensal jan/ago (2002-2007)



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do CAGED (2007)

3. Análise dos dados de rendimento para nos anos de 2003 e 2006: Paraná

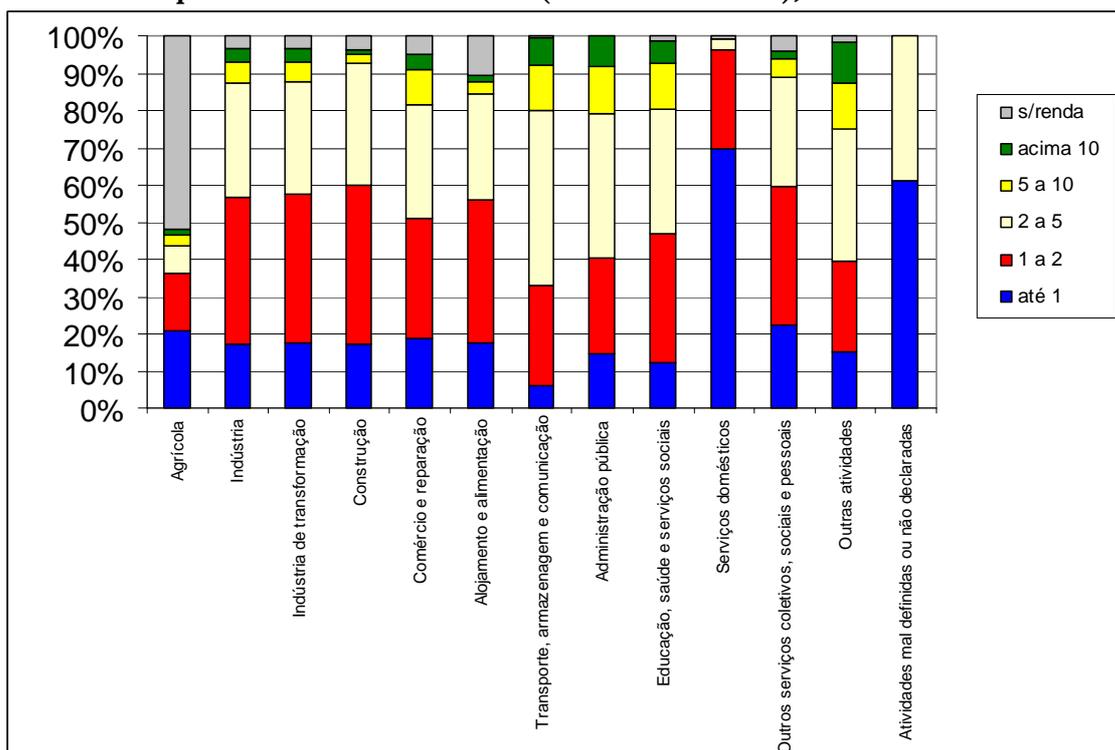
Por fim, uma questão relevante a ser tratada no âmbito da composição ocupacional do Paraná se refere a como essas variações na contratação alteram os rendimentos da população assalariada.

No Gráfico 6, percebemos a situação crítica da população paranaense em termos de renda. Em quase todos os segmentos, a maior parte dos trabalhadores, em 2003, ganhava até 2 salários mínimos.

Como já era esperado, a situação é ainda pior no caso dos trabalhadores do setor agrícola e daqueles que prestam serviços domésticos. Outra classe que se encontra em situações precárias em relação ao rendimento é a que trabalha na construção.

As classes de trabalhadores que estavam, em 2003, relativamente melhor são as dos segmentos de transporte, armazenagem e comunicação, além dos trabalhadores da administração pública.

Gráfico 6. Pessoas de 10 anos ou mais de idade, ocupadas na semana de referência, por classes de rendimento (salários mínimos), Paraná – 2003



Fonte: PNAD (2003)

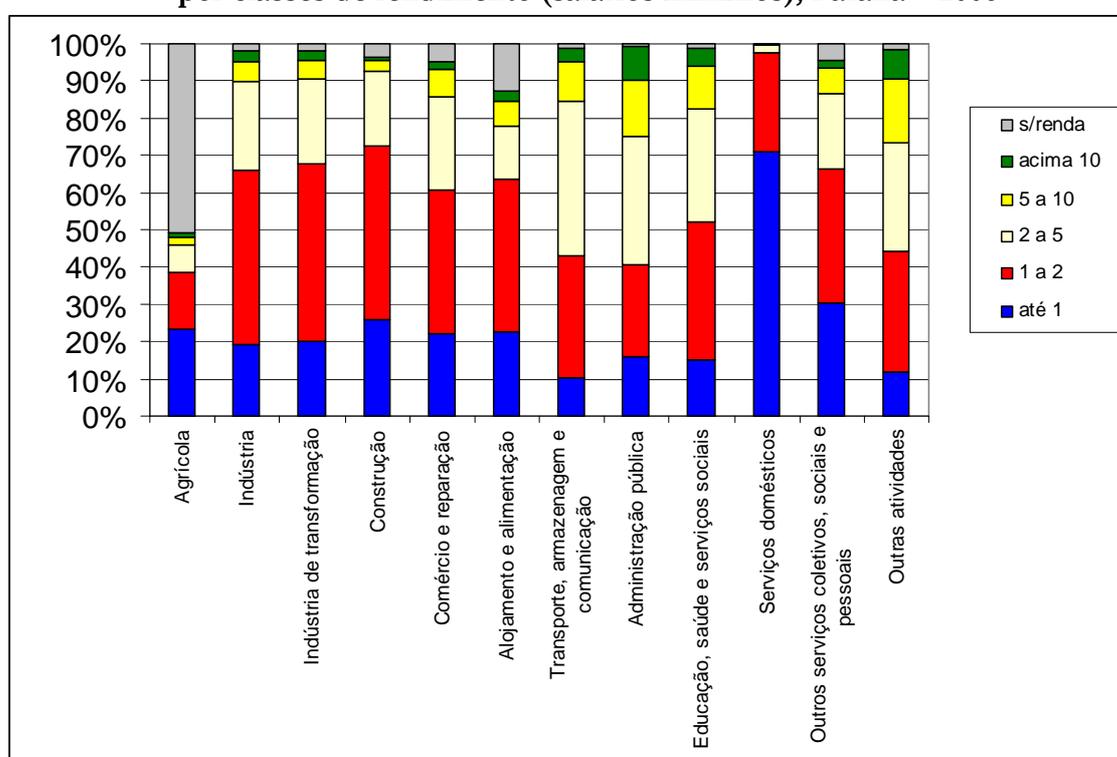
Nota: (1) Inclusive as pessoas que receberam somente em benefícios do trabalho principal.

Mesmo com a recuperação do emprego na economia brasileira e paranaense, acompanhando a melhora no desempenho econômico, a criação do emprego tem ocorrido,

principalmente, em posições onde não se exige elevado nível de qualificação, ou seja, empregos de baixa qualidade.

Na comparação dos gráficos 6 e 7, fica clara essa afirmação, no caso da economia paranaense. Comparando os anos de 2003 e 2006, notamos um ganho de participação dos empregos de até dois salários mínimos em quase todos os segmentos. Um bom exemplo é no segmento de construção – que vem apresentando uma elevada taxa de crescimento no período de estudo – onde os trabalhadores que recebem até 2 salários mínimos representavam cerca de 60% da mão de obra, enquanto que em 2006 essa relação passou de 70%.

Gráfico 7. Pessoas de 10 anos ou mais de idade, ocupadas na semana de referência, por classes de rendimento (salários mínimos), Paraná – 2006



Fonte: PNAD (2006)

Nota: (1) Inclusive as pessoas que receberam somente em benefícios do trabalho principal.

Também chama a atenção a geração de postos de trabalho com remuneração de até dois salários mínimos na indústria e indústria de transformação do Paraná que, em 2003, era de 57,2% e chegaram a 67,2% em 2006, conforme se observa mais detalhadamente através da tabela 3.

Tabela 3. Porcentagem de pessoas ocupadas, por classes de rendimento mensal do trabalho principal – Indústria de Transformação – Paraná (2003 a 2006)

Ano/ Faixa salarial	Até 1/2	De 1/2 a 1	De 1 a 2	De 2 a 5	De 5 a 10	Mais de 10	Sem rendimentos	Sem declaração
2003	5,93	11,48	39,77	30,16	5,27	3,56	3,22	0,61
2004	4,22	11,10	42,54	28,98	7,82	2,75	2,39	0,20
2005	5,73	14,34	43,32	27,11	5,24	2,21	1,90	0,15
2006	5,05	14,86	47,29	22,84	5,01	2,29	2,24	0,42

Fonte: Elaboração própria a partir da PNAD (2003,2004,2005,2006)

* Inclusive as pessoas que receberam somente em benefícios do trabalho principal.

Diante dos indícios de ampliação do emprego na indústria de transformação no Paraná em 2007, o salário médio de admissão nesse setor no Estado era de R\$ 596,27 (MTE), cabe a indagação quanto à qualidade deste emprego que está sendo gerado, a partir da remuneração destes trabalhadores.

Contudo, apesar de o aumento dos ocupados na indústria de transformação ter ocorrido em faixas salariais mais baixas, é preciso considerar que se trata de um setor com elevada capacidade de encadeamento na estrutura produtiva. Outra questão a ser analisada com cuidado, refere-se ao fato de que os reajustes do salário mínimo vêm superando o índice de inflação, representando aumento real deste indicador.

Tabela 4. Variação do reajuste salarial e nível de inflação anual – 2003 a 2007

Ano	Salário mínimo nominal (R\$)	Variação do reajuste salarial	IPCA anualizado (maio -12 meses)
2003	240	-	9,3
2004	260	8,33%	5,26
2005	300	15,38%	8,07
2006	350	16,67%	4,63
2007	380	8,57%	3

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados de salário mínimo e inflação do IPEADATA (2007).

Desse modo, considerando a importância da indústria e, principalmente, da indústria de transformação na dinâmica da economia paranaense, o ganho de participação recente (2006, 2007) em termos de emprego deve ser acompanhado de forma criteriosa frente a possibilidade de um maior crescimento do emprego de baixa qualidade e qualificação.

4. Considerações finais

Recentemente, as economias brasileira e paranaense apresentaram uma retomada no que tange à geração de empregos. Um dos pontos positivos é que a participação da geração líquida de empregos na indústria de transformação em relação à criação total de empregos também aumentou nos anos de 2006 e 2007.

Na comparação entre as duas regiões, o ganho de participação na geração de empregos da indústria de transformação em relação à criação total de empregos, a retomada na economia paranaense se mostrou mais expressiva quando comparada à economia brasileira.

No entanto, esse fato isoladamente encobre que essa melhor performance aparente da economia paranaense se deve à menor perda relativa na geração líquida de empregos da indústria de transformação em relação à geração líquida de empregos de todos os setores desta em comparação com a economia brasileira. Ou seja, em termos de emprego, a economia paranaense tem apresentado, para o período de análise, um desempenho inferior à da economia brasileira, quando se considera a soma de todos os setores.

Um outro ponto a ser destacado é que, considerado as ocupações formais e informais, tem aumentando a participação de empregos em menores faixas salariais na economia paranaense. Isso implica em uma piora no quadro da participação relativa de cada tipo de emprego no total.

Portanto, o ganho de participação da indústria de transformação paranaense no que se refere à geração de novos empregos deve também ser acompanhado com um maior detalhamento quanto a qualidade dos empregos que estão sendo gerados.

5. Referências bibliográficas

- CAGED (2007). Cadastro Geral de Empregados e Desempregados. Brasília: Ministério do Trabalho e do Emprego. Disponível em www.mte.gov.br.
- GLAESER, E.L.; KALLAL, H.D.; SCHEINKMAN, J.A.; SHLEIFER, A. (1992). Growth in Cities. *Journal of Political Economy*, 100 (6): 1126-1152.
- HANSON, G.H. (1998). Regional Adjustment to Trade Liberalization. *Regional Science and Urban economics*, 28 (4): 419-444.
- HIRSCHMAN, A. O. (1958). *The strategy of economic development*. New Haven: Yale University Press.
- IPEADATA (2007). Série histórica: salário mínimo e inflação - IPCA. Disponível em www.ipeadata.gov.br.
- KALDOR, N. (1957). A Model of Economic Growth. *The Economic Journal*, 67 (268): 591-624.
- PESQUISA NACIONAL POR AMOSTRA DE DOMICÍLIO (2003).
- PESQUISA NACIONAL POR AMOSTRA DE DOMICÍLIO (2006).
- SILVA, M.V.B; SILVEIRA NETO, R.M. (2007). Crescimento do Emprego Industrial no Brasil e Geografia Econômica: Evidências para o Período Pós-Real. *Economia: Revista da Anpec*, no prelo: 1-17.

SETOR EXTERNO E ECONOMIA INTERNACIONAL

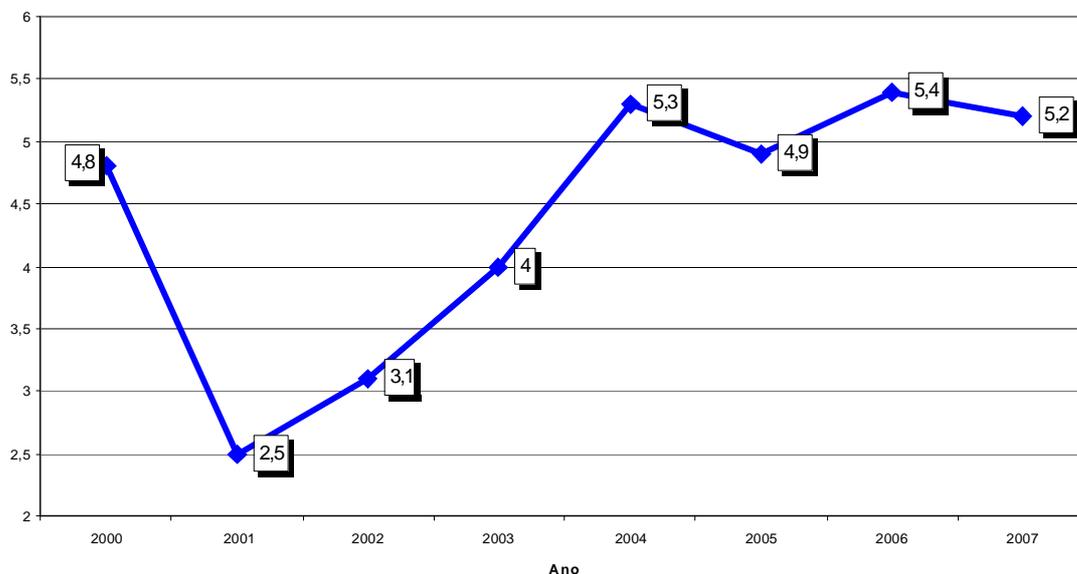
Hyman Minsky e a fragilidade financeira no setor imobiliário dos Estados Unidos

*Luciano F. Gabriel**

A crise internacional que se iniciou nos Estados Unidos, espalhando-se pelos mercados financeiros internacionais, fez com os bancos centrais da União Européia, Japão, Austrália e o próprio FED (Banco Central dos EUA) entrassem em ação injetando liquidez em suas economias com um aporte de recursos da ordem de US\$ 420 bilhões até o final de agosto do corrente ano²⁵.

Esse fenômeno pode reduzir a taxa de crescimento da economia global, cujo ciclo de expansão se iniciou em 2001, como podemos observar com o gráfico abaixo.

Gráfico 1. Variação do Produto Interno Bruto Global (%)



Fonte: IMF (2007).

Nota: O ano de 2007 representa uma expectativa.

A crise de liquidez no mercado global se iniciou com problemas na oferta de crédito no mercado imobiliário norte-americano (mercado “subprime”) tendo gerado fortes perdas nas bolsas de valores no mês de agosto.

O chamado mercado “subprime” no setor hipotecário dos EUA é gerado a partir de empréstimos com tomadores que podem oferecer menos garantias reais de pagamentos, por

* Mestre em Economia pelo PPGDE da Universidade Federal do Paraná (UFPR). Professor da UniBrasil. Endereço eletrônico: lucianofg@gmail.com.

²⁵ Cf. com IMF (2007).

isso, embutem maior risco de crédito e, por conseqüência, têm juros maiores, o que os torna mais atrativos para gestores de fundos em busca de retornos superiores à média de mercado. O volume global de operações deste mercado é de US\$ 1,5 trilhão, com uma fatia de US\$ 250 bilhões de clientes inadimplentes.

Segundo Papadimitriou, Hannsgen e Zezza (2007) este tipo de empréstimo cresceu 5 vezes desde 2001-05. Sendo que uma parcela considerável destes empréstimos foi utilizada para a aquisição de bens de consumo²⁶. Além disso, foram concedidos empréstimos que não requeriam valor de entrada ou mesmo comprovação de renda.

O banco francês BNP Paribas, de escopo internacional, um dos principais da em operação na União Européia, havia congelado o saque de três de seus fundos de investimentos que tinham recursos aplicados em créditos gerados a partir de operações do setor imobiliário nos EUA.

A referida instituição alegou dificuldades em contabilizar as reais perdas desses fundos no mês de agosto, que tinham recursos aplicados em operações hipotecárias no EUA. Com a sofisticação do mercado financeiro atual, operações em que créditos são gerados em um determinado mercado podem ser convertidas em ativos que vão render juros para investidores alhures.

De acordo com Shiller (2006) os preços de imóveis nos Estados Unidos estavam razoavelmente baixos em termos reais de 1890 a 1997. Contudo, desde 1998, eles aumentaram a uma taxa de 6% a.a. em termos agregados. Essa aceleração dos preços reflete uma taxa de crescimento maior do que a renda da população residente na maioria dos estados norte-americanos. Nesse sentido, observou-se um descompasso entre a taxa de crescimento da renda média da população e o preço dos imóveis. Nesse cenário, a demanda de mais imóveis só foi possível com o aumento de crédito destinado a este mercado e a flexibilização das exigências para as hipotecas.

Em um outro estudo, Davis, Ortalo-Magné e Rupert (2007) apontam que o *boom* imobiliário vivenciado nos Estados Unidos pode ser explicado por dois argumentos. Um está relacionado com o preço das áreas de construção, as quais estão aumentando em termos reais desde 1950, com uma expansão maior no período de 1998 a 2006. O segundo ponto está

²⁶ O jargão utilizado no mercado para esta situação é "*home-equity withdrawal*" (ou operações de *housing equity withdrawal*) e pode ser entendido como uma situação em que as dívidas hipotecárias no agregado crescem mais do que o gasto líquido com ativos imóveis (como casas e apartamentos). A situação oposta é chamada de "*housing equity injection*". Para mais informações a respeito desta operações no Reino Unido e Estados Unidos veja o Reserve Bank of Austrália Bulletin (2003) e Bernanke (2007) ou ainda o artigo "*Mortgage equity withdrawal and consumption*" do Banco da Inglaterra, publicado no Quarterly Bulletin, 2001, p.100-103.

relacionado a um relaxamento das restrições de crédito no mercado, como se observa também em Shiller (2006).

Qualquer tipo de mudança no setor bancário de uma economia que aumente a acessibilidade de compra de um ativo como um imóvel pode ter grandes impactos sobre o preço do mesmo e sua volatilidade ao longo do tempo. Este fato foi observado na economia norte-americana. Com o crescimento do mercado de hipotecas, chegou-se a ter 70% de "prime" (primeira linha), 20% de "subprime" (segunda linha) e 10% de crédito "alternativo" - aquele que não tem qualquer tipo de avaliação. Este crescimento fez com que se valorizasse o preço médio dos imóveis de tomadores de risco até meados de 2006. Contudo, alguns imóveis não cobrem atualmente as hipotecas e não servem mais de garantias aos bancos uma vez que existe uma perspectiva de queda destes ativos até fins de 2008 (Papadimitriou *et al.*, 2007).

No bojo desta discussão observamos uma situação de fragilidade financeira por parte dos agentes econômicos (bancos e tomadores de recursos).

MINSKY (1975 e 1982) fornece um importante arcabouço sobre as situações em que uma economia passaria por uma situação desestabilizadora a depender da estrutura financeira de seus agentes econômicos. Nesse sentido, MINSKY (1975 e 1982) focou sua análise na fragilidade financeira em economias industrializadas com mercados e instituições bem desenvolvidas. O autor percebeu uma tendência nas posições financeiras das firmas ao optarem por maior endividamento em períodos de prosperidade (aumentando a relação de dívidas e ativos), e assim, maior suscetibilidade às crises econômicas.

A proposta do trabalho de FOLEY (2003), que será apresentado aqui para sublinhar algumas idéias importantes no que diz respeito a fragilidade financeira de Hyman Minsky, é modificar o modelo de crise à la MINSKY (1975 e 1982) apresentado por TAYLOR e O'CONNELL (1985) para analisar as crises financeiras da década de 90. TAYLOR e O'CONNELL (1985) se utilizam, basicamente, de um modelo kaleckiano no qual a capacidade ociosa das firmas e a taxa de lucro variam para produzir um equilíbrio de curto-prazo da demanda e oferta agregada.

No trabalho de FOLEY (2003) a fragilidade financeira surge devido à prática das firmas de utilizarem *debt contracts* (empréstimos) para financiarem a produção²⁷. Neste tipo de

²⁷ Segundo CURADO (2001) o termo "fragilidade financeira" pode ser entendido como a tendência inerente ao comportamento das firmas em uma economia capitalista em ampliar a participação dos mecanismos de *debt-finance* no financiamento de suas inversões, o que as tornam mais suscetíveis ao comportamento do mercado financeiro.

contrato uma determinada firma recebe financiamento de um credor em troca de fluxos de pagamentos fixos de juros e principal (*debt service*) durante o período do contrato. A falha de uma firma em realizar o pagamento destes fluxos gera a sua bancarrota e, por conseguinte, coloca o credor em risco de não receber os pagamentos do contrato de *debt service*. Neste contexto, uma economia está financeiramente frágil, em termos de MINSKY (1975 e 1982), se a bancarrota de uma firma desencadear um conjunto de falências de outras firmas.

MINSKY (1975 e 1982) analisa a fragilidade financeira em termos do fluxo de caixa contábil de uma firma. De uma forma agregada, a identidade do fluxo de caixa iguala os recursos das firmas oriundos de rendimentos líquidos, R , e novos empréstimos, D , e os seus usos como fundo de investimento, I , e *debt service*, V .

$$R+D=I+V \quad (1)$$

O valor líquido da firma, W , é igual à diferença entre o valor dos seus ativos, A , e o valor de sua dívida, B . Este valor líquido é aumentado pelo investimento, o qual é representado pela mudança nos ativos no tempo, $\dot{A} = I$, e reduzido pelos empréstimos realizados, o qual é a mudança na dívida durante o período de operação da firma, $\dot{B} = D$.

$$W = A - B \quad (2)$$

$$\dot{W} = \dot{A} - \dot{B} = I - D \quad (3)$$

Se uma firma se torna insolvente, $W \leq 0$, então seus credores não serão capazes de reaverem o valor do principal de seus empréstimos.

MINSKY (1975 e 1982) identifica três possibilidades para o estado financeiro das firmas. Na primeira possibilidade temos unidades *hedge finance*: $R \geq V + I$, de forma que $D \leq 0$. O fluxo de renda gerado pela firma cobre o serviço da dívida e o investimento da firma, de forma que há espaço para redução de seu endividamento. Contudo, uma firma nesta situação pode incorrer em problemas financeiros se os seus rendimentos líquidos declinarem (como nos ciclos econômicos) ou se o seu serviço de dívida crescer (ocorre quando há diminuição do crédito).

Na segunda possibilidade temos unidades especulativas: neste caso, $R \geq V$, mas $R < V + I$, de forma que $D \geq 0$, mas $D < I$. Neste caso, o fluxo de renda gerado pela firma paga o serviço da dívida, mas a mesma recorre à empréstimos de forma a financiar parte de seus investimentos. Quase todas as firmas atravessam esta fase em seu desenvolvimento,

desde que firmas consideradas de “sucesso” gerem oportunidades de investimento que excedam sua capacidade de autofinanciamento.

Por fim temos as unidades do tipo *Ponzi finance*: Neste caso $R < V$, de forma que $D > I$. Uma firma nesta situação realiza empréstimos para pagar parte do serviço de sua dívida. Um crescimento no serviço da dívida destas firmas torna mais difícil a realização de empréstimos. Muitas firmas passam por uma fase do tipo Ponzi, como resultado de choques de curto prazo não antecipados em seus rendimentos líquidos ou serviços de dívida. Contudo, ela se tornará insolvente em um tempo finito dentro de sua trajetória Ponzi. Se os credores não acreditarem no crescimento dos fluxos de rendimentos futuros destas unidades, eles se recusarão a realizarem novos empréstimos para pagar o serviço da dívida e, em consequência, a firma falirá.

No modelo de FOLEY (2003), as equações descrevendo a dinâmica financeira de uma firma se aplicam igualmente bem para uma economia nacional, visto como um conjunto de firmas. Este conjunto de firmas de uma nação é considerada dentro de uma firma representativa, seguindo a tradição de TAYLOR e O’CONNELL (1985).

FOLEY (2003) analisa uma economia “kaleckiana” pequena e aberta, na qual o produto real X é distribuído entre salários, $W = (1 - \pi)X$, gastos imediatamente e em sua totalidade, e lucros, $P = \pi X$, uma fração s poupada, de forma que o consumo seja $C = W + (1 - s)P = (1 - s\pi)X$. A parcela π é um parâmetro exógeno invariável. Todas as quantidades são medidas em termos reais. Por simplicidade são abstraídos a taxação e gasto do governo. O investimento é representado por I e D é o déficit em conta corrente, ou, o superávit da conta de capital, representado pela diferença entre gastos e produto, $D = C + I - X = I - s\pi X$. Este D para toda a economia é análogo ao D definido acima para uma firma individual, desde que represente novos empréstimos líquidos. Considerando $d = D/K$, $g = I/K$, e $r = \pi X / K$ onde K é o estoque de capital, nós temos:

$$d = g - sr \tag{4}$$

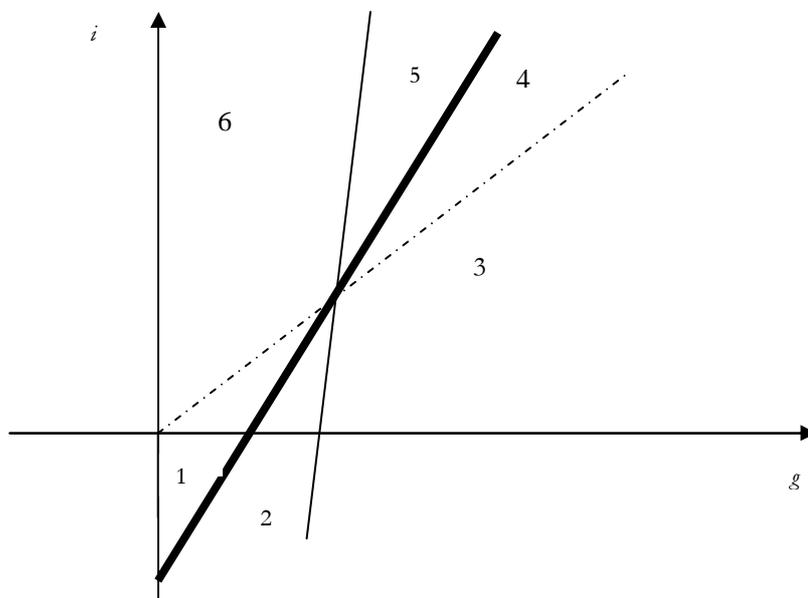
Sendo d e g dados, a relação produto-capital atual, X/K , deve se ajustar para determinar uma taxa de lucro realizado r que satisfaça a equação (4).

Diferentemente do modelo de TAYLOR e O’CONNELL (1985), a economia do modelo de FOLEY (2003) pode importar capital para financiar seu investimento, de forma que possa alcançar um regime especulativo.

No modelo, os superávits da conta de capital, d , dependem da taxa de juros real, i , controlado pela autoridade monetária. Um aumento de i aumenta o influxo de capitais, e os capitalistas usam uma proporção de seus lucros poupados para comprar ativos estrangeiros. A taxa de crescimento do capital depende da taxa de lucros r , da taxa de juros real, i , e de um fator “confiança” dos investidores capitalistas, ρ .

Quando d for positivo, ou seja, quando a economia incorrer em déficit em conta corrente, a taxa de crescimento da mesma passa a ser menor do que a taxa de lucro graças à importação de capital. Nesse contexto, FOLEY (2003) advoga que esta economia estará sujeita a um regime especulativo.

Diferentes regimes financeiros no espaço (g, i)



Fonte: FOLEY (2003, p.164).

O gráfico acima demonstra as regiões no espaço (g, i) correspondentes aos diferentes regimes financeiros. A linha tracejada de 45°, na qual $i=g$ é o limite entre $g>i$ regime abaixo e o $i>g$ regime acima. Cada combinação de g e i determina uma taxa de lucro particular r no equilíbrio de curto-prazo. A linha em negrito é o locus de (g,i) na qual $r=i$. Acima desta linha, $i>r$, temos o insustentável estado Ponzi. Uma economia que cruza este limite é vulnerável à crises financeiras. A linha não tracejada é o locus de (g,i) na qual $r=g$, e é o marco entre o regime *hedged* e o especulativo. Este gráfico enfatiza a ligação entre a taxa de crescimento da economia e a taxa de lucro em uma economia kaleckiana aberta. Nela, um aumento na taxa de crescimento diminui a fragilidade financeira porque aumenta a taxa de lucro das firmas.

Na região 1 temos uma situação Ponzi, em que $g > i > r$. Na região 2, temos uma situação especulativa, onde $g > r > i$. Na região 3 uma situação hedge, em que $r > g > i$. Na região 4 temos uma situação de hedge, em que $r > i > g$. Nas regiões 5 e 6, temos situações Ponzi, em que $i > r > g$ e $i > g > r$, respectivamente.

Na região 1, em termos miskyanos, temos que de uma maneira geral:

“(...) the cash flows from operations are not sufficient to fulfill either the repayment of principle or the interest due on outstanding debts by their cash flows from operations. (...) A unit that Ponzi finances lowers the margin of safety that it offers the holders of its debts.” (Hyman Minsky, p.7)

Na região 2, de uma maneira geral temos que:

“(...) speculative units are units that can meet their payment commitments on ‘income account’ on their liabilities, even as they cannot repay the principle out of income cash flows. Such units ‘roll over’ their liabilities”. (Hyman Minsky, idem)

Finalmente, na região 3, temos que:

“Hedge financing units are those which can fulfill all of their contractual payment obligations by their cash flows: the greater the weight of financing in the liability structure, the greater the likelihood that unit is a hedge financing unit. (Hyman Minsky, ibidem)

A partir do modelo de FOLEY (2003) vemos que as políticas que estabilizam a economia também as expõem às crises financeiras. Se o Banco Central aumentar a taxa de juros objetivando desacelerar esta economia, um grande número de unidades em um estado financeiro especulativo se transformará em Ponzi, aumentando o grau de “fragilidade financeira” desta economia, forçando uma drástica contração não linear dos planos de investimento. Isto ocorre porque neste modelo a taxa de juros subirá sempre que a taxa de crescimento da economia for superior à taxa de equilíbrio (ponto em que a taxa de crescimento da economia será igual à taxa de crescimento dos lucros).

Em períodos de maior fragilidade financeira, uma economia em desenvolvimento pequena e aberta sofrerá maior pressão para absorver as dívidas das firmas. Dessa forma, a fragilidade financeira do setor privado é convertida em vulnerabilidade financeira do setor público, e a crise financeira que surge pode aparecer na forma de uma crise nas finanças do setor público e/ou perda de reservas em moeda estrangeira (devido à fuga de capitais em decorrência de um ataque especulativo, por exemplo).

No caso do setor imobiliário norte-americano observamos claramente alguns condicionantes para a existência de uma situação Ponzi para alguns dos tomadores de recursos realizarem hipoteca como no que diz respeito às mudanças da análise de crédito que

permitissem o crescimento da categoria “subprime” e a um aumento menos do que proporcional do fluxo de salário dos tomadores de recursos em relação aos imóveis comprados, os quais tiverem seus preços aumentados (Shiller, 2006 e Davis e Heathcote, 2006).

Esse crescimento do preço dos imóveis contribuiu para o aumento da riqueza de seus proprietários e deu suporte a um aumento contínuo dos gastos em consumo.

Este aspecto tem suporte em Friedman (1957) com a teoria da renda permanente, onde as famílias desejam nivelar o consumo ao longo do tempo, isto é, o consumo das mesmas não deve ser influenciado pelas variações puramente transitórias nos rendimentos das famílias (como os fluxos de salários). As famílias pautariam suas decisões de consumo com base na sua “renda permanente”, ou seja, o nível constante de renda que proporciona à família a mesma restrição orçamentária intertemporal que ela teria no caso de um fluxo de renda flutuante²⁸.

A valorização dos imóveis, combinada com um ambiente de baixas taxas de juros e inovações financeiras, fez com que se aumentasse a capacidade de seus proprietários se dirigirem ao sistema bancário e obter mais recursos que não eram gastos com ativos imobiliários (como aquisição de bens de consumo duráveis)²⁹.

Com este descasamento entre o fluxo de renda e o serviço de pagamento da dívida imobiliária (*mortgage debt*) observa-se que a parcela de hipotecas que entraram em processo de execução subiu no segundo trimestre do corrente ano para 0,65%, sendo esse o patamar o mais alto em 55 anos de acordo com a pesquisa da MBA (associação americana de bancos de hipoteca).

Nesse contexto, a falha de um agente econômico em realizar o pagamento destes fluxos da dívida (*mortgage debt*) gera a inadimplência individual, por conseguinte, coloca o credor em risco de não receber os pagamentos do contrato bem como se gera a possibilidade de execução da hipoteca. Como se pode perceber o setor imobiliário norte americano está financeiramente frágil em termos misnkyanos.

²⁸ Essa teoria explica em parte porque as pessoas tendem buscar qualificação, uma vez que formadas tendem a possuir maior renda permanente do que as que não possuem esta qualificação. Para uma maior discussão deste quesito veja Blanchard (2004). Além disso, segundo Friedman (1957), a renda corrente seria o somatório de dois elementos: a renda permanente e a renda temporária. Enquanto a renda permanente seria a parte da renda que as pessoas esperam manter no futuro (como um ativo imóvel), a renda temporária seria a parte da renda que eles não esperam manter no futuro (o fluxo de salários do mercado de trabalho em determinado período, o qual é variável em uma série para um determinado indivíduo, por exemplo). Em outras palavras, a renda permanente seria a renda média e a renda transitória seria o desvio em relação à essa média.

²⁹ Esse processo é chamado de “*housing equity withdrawal*”. Cf. nota de rodapé 1.

Como afirma Hyman P. Minsky (1992, p.7-8)

“(...)The first theorem of the financial instability hypothesis is that the economy has financing regimes under which it is stable, and financing regimes in which it is unstable. The second theorem of the financial instability hypothesis is that over periods of prolonged prosperity, the economy transits from financial relations that make for a stable system to financial relations that make for an unstable system. In particular, over a protracted period of good times, capitalist economies tend to move to a financial structure in which there is a large weight to units engaged in speculative and Ponzi finance. Furthermore, if an economy is in an inflationary state, and the authorities attempt to exorcise inflation by monetary constraint, then speculative units will become Ponzi units and the net worth of previously Ponzi units will quickly evaporate. Consequently, units with cash flow shortfalls will be forced to try to make positions by selling out positions. This is likely to lead to a collapse of asset values.”

Essa conjuntura de fragilidade financeira fez com que o *Federal Reserve (FED)*, bem como outras autoridades reguladoras do setor bancário, divulgassem recentemente um manual para as companhias financiadoras para que negociem com as pessoas que pegaram empréstimos para adquirir uma casa e agora correm o risco de perdê-las por falta de pagamento, especialmente no setor de crédito "subprime"³⁰. Além disso, está ocorrendo refinanciamento de parte dos empréstimos garantidos pelo governo, ações que evitam execução da dívida e alívio na tributação de quem refinar o que deve.

O FED também manteve sua política de atuação no mercado financeiro norte-americano como forma de elevar a liquidez do sistema financeiro e evitar que as taxas de juros subam exageradamente gerando mais restrições no mercado de crédito para os tomadores de recursos.

Um dos fatores que geram expectativas negativas no mercado financeiro internacional está relacionado a incerteza em relação a carteira de aplicações de grandes bancos norte-americanos e em que grau foram contaminados por essa crise no setor imobiliário norte-americano. Além disso, um fator complicador apontado por Papadimitriou, Hannsgen e Zezza (2007) é que apenas uma de cada cinco hipotecas americanas está em mão de bancos que emprestaram recursos. O restante está lastreado em outros ativos financeiros, sendo US\$ 120 bilhões nos bancos comerciais europeus.

Apesar de muitos indicadores da economia brasileira terem melhorado, reduzindo consideravelmente sua exposição a crises internacionais, será ainda possível observar alguns

³⁰ A oferta de crédito afeta os preços dos imóveis, e estudos mostram a interconexão entre os preços das residências nos EUA e o crescimento econômico do país.

efeitos negativos sobre o crescimento da mesma, uma vez que a crise americana³¹ afeta a bolsa de valores nacional (com maior volatilidade e queda de preço de ativos); a definição da taxa de juros básica, cujas reduções tendem a ser mais conservadores em um cenário de incerteza mundial diante do real tamanho dos prejuízos com o mercado de “subprime”; a transformação do Brasil em *investment grade* (pois ainda se demonstram necessárias algumas reformas estruturais e o arrefecimento da crise internacional para que se possa aplicar recursos em mais larga escala em países emergentes, considerados de maior risco).

Referências Bibliográficas

- Bank of England. *Mortgage equity withdrawal and consumption*. Quarterly Bulletin, Spring 2001, pp. 100-103.
- Bernanke, Ben S. GSE Portfolios, *Systemic Risk, and Affordable Housing*. Remarks before the independent Community Bankers of America's Annual Convention and Techworld, Honolulu, March 6.
- Blanchard, Oliver. *Macroeconomia*. Prentice Hall, 3º Ed. 2004.
- Curado, M. L. *Rigidez Comercial, Movimentos de Capital e Crise Cambial*. Campinas: Universidade Estadual de Campinas (Unicamp), 2001. 150p. (Tese de Doutorado).
- Davis, Morris A., Ortalo-Magné, François, Rupert, Peter. *What's Really Happening in Housing Markets?* 2007 (mimeo).
- FMI (IMF). *Global Financial Stability*. Washington D.C.: International Monetary Fund, Mar, 2007.
- FOLEY, D. *Financial fragility in developing economies*. In: Dutt, A. K. & Ros, J. (eds) *Development Economics and Structuralist Macroeconomics*, Aldershot: Edward Elgar. 2003.
- Friedman, M. (1957) *A Theory of the Consumption Function*. Princeton University Press, Princeton, N. J.
- Minsky, Hyman P. *Can “it” happen again? Essays on Instability and Finance*, Armonk, NY: M. E. Sharpe. 1982.
- Minsky, Hyman P. *The Financial Instability Hypothesis*. The Levy Economics Institute of Bard College. QP n.74. May, 1992.
- _____. *John Maynard Keynes*. New York: Columbia University Press. 1975.
- Papadimitriou, Dimitri B., Hannsgen, Greg e Zezza, Gennaro. *The Effects of a Declining Housing Market on the U.S. Economy*. The Levy Economic Institute, WP 506, July, 2007.
- Shiller, Robert J. *Long-Term Perspectives on the Current Boom in Home Prices*, The Economists Voice, vol 3, n. 4, Article, 2006.
- Taylor, L. & O'Connell, S. A Minsky Crisis. Quarterly Journal of Economics. Cambridge, n.100, Issue Supplement, p. 871-885, 1985.
- Wynne, Godley, Papadimitriou, Dimitri B. e Zezza, Genaro. *The U.S. Economy: What's Next? Strategic Analysis*. Annandale-on-Hudson, NY: The Levy Economic Institute of Bard College, 2007.

³¹ Antes da crise a expectativa de crescimento da economia norte-americana era de 2,8%, hoje é de 2% (no melhor cenário). Um dos fatores que fizeram com que essa expectativa de crescimento fosse menor é justamente a correlação positiva entre a taxa de crescimento do PIB norte-americano e o setor de construção civil. Para uma exploração deste quesito veja Wynne, Papadimitriou e Zezza (2007). Vale ressaltar que a economia norte-americana detém 20,5% do PIB global e o Brasil 2,7%.

ECONOMIA E TECNOLOGIA

A inovação nas ciências da vida: entre o conceito de hibridação e o conceito de redes

*José Wladimir Freitas da Fonseca**

Introdução

Pouco mais de cinqüenta anos nos separam da descoberta do DNA por Watson e Crick; vinte anos da cartografia do genoma humano e o tempo de L Brown (primeira criança concebida fora do corpo) das perspectivas de clonagem humana; menos de dez anos entre o programa de sequenciamento dos genomas (animais, vegetais e humanos) e menos de cinco anos nos separam da descoberta das propriedades das células embrionárias do projeto de transformação de um embrião humano em tecido e órgão. Assistimos durante este período uma aceleração da história no domínio do conhecimento do ser vivo, mas também das possibilidades técnicas que acompanham tal processo. Esta aceleração, que conduz a um encurtamento do tempo que separa a descoberta científica da produção industrial, que é chamada pelos economistas de processo de inovação ou transferência de tecnologias, ocupou um lugar central na literatura econômica. Ademais, somos convencidos que a história do desenvolvimento das ciências da vida e das biotecnologias constitui um ponto de partida interessante, para tentar descrever não somente o processo de inovação e de transferência de tecnologias que se desenvolveu neste setor mas de entender seu conteúdo. Este processo constitui uma realidade, que convém compreender a partir desta aceleração, que revela de forma mais rápida a descoberta científica nos laboratórios públicos de pesquisa à industrialização destes conhecimentos em todos os domínios das ciências da vida. Nesse sentido, esta contribuição pretende apresentar, como ângulo de análise, o conceito de « hibridação » que aparece de forma recorrente nos debates teóricos (excluindo-se a abordagem *standart*). Seja uma teorização da complexidade, com as teorias herdadas da “economia da ciência“ (Dasgupta & David, Pavitt, etc...), com as abordagens associadas as « redes » (Callon, David & Foray, Cohendet, etc...), seja uma abordagem mais pragmática e empírica da hibridação concebida como intermediária entre formas institucionais puras (Quéré & Ravix), o conceito híbrido parece se impor como momento privilegiado da relação Ciência-Indústria.

* Professor Doutor em Ciências Econômicas da Universidade Federal do Paraná – Doutor pela Université de Toulouse I- França. Endereço Eletrônico : wлади@ufpr.br

O debate teórico sobre a inovação: algumas dificuldades para conceitualizar

A partir da literatura econômica concernente à compreensão dos mecanismos da inovação, uma primeira constatação aparece: as dificuldades encontradas são consideráveis e os avanços neste domínio são relativamente modestos, sobretudo no que concerne a esfera que produz conhecimentos subtraídos da ciência.

A análise econômica da inovação tecnológica encontra desde suas origens uma dificuldade, aquela da integração da pesquisa acadêmica e das suas regras particulares de funcionamento. As próprias análises econômicas mostraram os limites das abordagens, atualmente clássicas, de Nelson e Arrow. (Callon ; p. 62)³².

Esta dificuldade de conceitualizar claramente a inovação, ou ao menos de reconstituir o desenvolvimento preciso, somente recebeu respostas das diferentes abordagens escolásticas que ocupam o terreno após 1980: evolucionistas, neo-institucionalistas, convencionalistas, etc... mas sempre com a mesma dificuldade.

Escolhemos para ilustrar este problema, mostrando as dificuldades que se encontra, introduzindo conceitos emprestados de outras disciplinas para melhor assegurar a demonstração. O conceito de hibridação constitui um bom exemplo, pois tornou-se, depois de algum tempo, relativamente recorrente, e é nesse sentido que ele permite qualificar as relações entre dois meios considerados até o momento como separados: o meio da criação científica ou dos conhecimentos (geralmente exógenos nas teorias econômicas) e o meio industrial (que por definição, constitui a base substrato da construção dos discursos econômicos), a dificuldade sendo então de realizar a integração em uma mesma unidade conceitual³³. Neste sentido, escolhemos dois exemplos significativos da literatura econômica recente que estão associados à hibridação.

³² Callon M, Cohendet P, Curien N, Dalle J-M, Eymard-Duverney F, Foray D e Schenk E; 1999 « Réseau et coordination ». Ed. Economica – Paris.

³³ « Le terme d'hybridation évoque les conditions d'une fécondation qui, le plus souvent, ne se fait pas par des voies naturelles et qui résultent du croisement d'espèces ou de genres différents et provoquent ainsi la naissance d'hybrides qui présentent des caractères plus ou moins marqués des « parents ». L'hybridation intergénérique (par exemple, le mulet en tant que résultat du croisement de l'âne et de la jument) est assez rare dans la nature, alors que l'hybridation interspécifique est beaucoup plus fréquente, notamment dans le domaine végétal. Le phénomène d'hybridation suppose qu'il y ait une homologie suffisante entre les deux génomes pour permettre une coexistence au sein même de la cellule. De sorte que si ces conditions sont réalisées, une information génétique composite peut alors s'exprimer et apparaître comme une transfusion des potentialités héréditaires du génome d'une espèce dans celui d'une autre espèce. Ce phénomène a pu tenir une place considérable dans la diversification et évolution des formes animales et surtout végétales. Dans la pratique, le terme d'hybridation s'applique à toutes opérations de croisement orientées dans le but d'exploiter certaines qualités appartenant à des espèces, des races, ou même dans une acception plus large, à des variétés ou des individus différents » (in Fonseca, JWF et Mignot, J-P, (2002) « Sciences du vivant, biotechnologies et innovation : quelque réflexions sur l'analyse d'un processus » Revue d'Economie Meridionale).

A. A hibridação como expressão da relação institucional ciência-indústria

Segundo Quéré-Ravix (1997), o conceito de hibridação desempenha um papel na produção de bens científico-industriais. A problemática geral é a seguinte: o fenômeno da criação de empresas pelos pesquisadores de laboratórios públicos constitui o ponto de partida dos autores: o pesquisador-empresendedor, como objeto de pesquisa, cristaliza todas as dificuldades da teoria econômica para integrar a esfera da produção dos conhecimentos. “O pesquisador-empresendedor é um objeto de pesquisa interessante na medida em que permite revelar as dificuldades da análise econômica para integrar a atividade científica » (Quéré-Ravix, 1997, p. 213).

Todavia, não se trata de integrar o campo da economia da ciência como desenvolvido pelos trabalhos de Dasgupta&David ou de Foray (por exemplo); mas, trata-se de apreciar a importância da atividade científica inserida numa problemática da produção industrial e, portanto, da inovação. A produção de conhecimento não é, portanto, considerada como atividade econômica em sua totalidade e particularidades (suas próprias regras por exemplo); convém assim apreciar a maneira como ela participa da atividade dos agentes na esfera da produção industrial. De forma que o vetor ciência-indústria serve de suporte a um encontro que se cristaliza no conceito de inovação.

Neste ponto, um primeiro problema aparece. Segundo os autores: « *la convergence des intérêts scientifiques et des industriels peut prendre des formes empiriques multiples. Quelle est le sens et la nature de cette convergence qui apparaît tout d'un coup entre une sphère aux mobiles non économiques (la sphère académique) et une sphère dont l'activité est exclusivement économique ? Nous assistons alors à un glissement sémantique significatif qui consiste à déplacer les acteurs en cause dans le procès d'innovation : alors que nous avons affaire à des relations entre Science et Industrie, nous nous trouvons placé dans le cadre de relations entre chercheurs etc. ,chercheurs, les premiers étant publics et les seconds privés. La convergence des intérêts scientifiques et industriels peut prendre des formes empiriques multiples. La production jointe de publications scientifiques entre chercheurs privés et publics prend des parts de plus en plus significatives du point de vue statistiques au regard des travaux de mesures bibliométriques disponibles ».* (Quéré-Ravix– p. 214).

A partir de então, o argumento desenvolvido navega entre dois universos diferentes e, portanto, aos interesses comuns e os acordos contratuais concernentes à pesquisa fundamental não finalizada. As formas que tomam estas relações, sejam de pesquisadores públicos e de pesquisadores privados, de pesquisador-empresendedor, são resultados de arranjos institucionais complexos cuja lógica não é imediatamente perceptível. E a razão pela qual as tentativas desta compreensão restam bastante limitadas e permitem somente

estabelecer tipologias de observações da realidade dos laboratórios públicos ou do setor privado. Os autores chegam a uma dupla constatação: de um lado, convém superar (ou ultrapassar) a velha dicotomia tradicional entre o meio acadêmico e o meio industrial; de outro lado, esta superação somente pode resultar numa hibridação entre estes dois mundos, mas que deve ele mesmo ser ultrapassado, o que, paradoxalmente, vem revalidar uma acepção frágil da dicotomia precedente. A hibridação aqui desempenha um meio termo escolhido pelos autores a fim de compreender os mecanismos institucionais que presidem a expressão e a manifestação concreta da relação ciência-indústria, no entanto, sem a observação importante de que se trata de duas entidades diferentes, com regras diferentes e motivações diferentes dos atores.

Em outros termos, esta tipologia descrita acima coloca a montante a existência de formas institucionais instáveis que resultam da incerteza concernente ao processo de inovação quanto ao seu resultado, aguardando que elas retornem a normalidade, quer dizer, as formas de coordenação pelo mercado mais estável.

Assim algumas conclusões podem ser resumidas até aqui:

- Existe uma dificuldade real de integrar a inovação no campo da teoria econômica e o retorno às abordagens institucionais reclama o conceito de hibridação para mostrar a dificuldade e a instabilidade até o ponto onde a firma torna-se normal, isto é, não submissa às falhas do mercado.
- O segundo aspecto da conclusão está relacionado ao pesquisador-empresendedor que aparece sob uma forma institucional e sob aspectos incertos e transitórios. Parece que a única razão da sua existência é estar associada a uma problemática de coordenação produtiva tendo como objetivo trazer a firma uma lógica de coordenação mais ortodoxa. Neste caso, não se consegue ver muito bem qual é de fato o lugar do pesquisador-empresendedor no processo de inovação.
- Por fim, os autores justificam suas abordagens como um recurso último aos pressupostos metodológicos: o tema da mudança técnica das formas organizacionais na indústria tem uma relação estreita com a teoria do conhecimento na medida em que esta relação exprime também as estruturas nas quais os conhecimentos se desenvolvem.

B. A hibridação como forma de organização intermediária: o conceito de redes

Abordaremos neste segundo ponto uma outra forma da idéia de hibridação no processo de inovação que toma a forma de ferramenta, de um instrumento para um conceito mais amplo. Trata-se do conceito de redes desenvolvido por M. Callon (1991)³⁴.

A noção ou conceito de redes recobre vários sentidos. Num primeiro momento, trata-se de descrever toda uma realidade de relações entre diferentes variáveis: mercado, organização, movimentos sociais e grupos. Segundo Callon : *« ce type de définition présente l'avantage d'ouvrir la voie à des analyses, souvent mathématiques, qui s'attachent à décrire la morphologie des différentes formes de réseaux (connexité, densité) ainsi que la dynamique de leurs évolutions. Dans ce premier cadre, le réseau, support d'intermédiation économique interfère sur l'organisation économique en contribuant à créer des forces de coordination : à titre d'exemple, sur le marché, il y aura des concentrations des organisations ou au contraire une certaine fluidité »*.(Callon, p. 13).

Num segundo momento a noção de redes se inscreve num conjunto de reflexões e de análises consagradas às modalidades da coordenação da ação e o conceito de rede nos envia a dois sentidos diferentes: de um lado, a rede serve para especificar os ajustamentos locais negociados entre os agentes que coordenam as ações das diferentes organizações graças a um grande número de agentes sem relações particulares com os outros; de outro lado, a idéia de rede vai caracterizar as formas de organização híbridas, isto é, no sentido de intermediárias, cujo objetivo consiste em ultrapassar os limites das coordenações tradicionais pelo mercado ou pela firma. (Callon, p.14).

Todavia, nos parece importante, neste ponto, identificar também a definição de redes técnico-econômicas, que segundo Callon : *« uma rede técnico-econômica (RTE) é um conjunto coordenado de atores heterogêneos : laboratórios públicos, centro de pesquisa técnica, empresas, organismos financeiros, usuários e poderes públicos que participam coletivamente para a concepção, elaboração, produção e para distribuição-difusão dos procedimentos de produção de bens e de serviços onde alguns dão lugar a um transação mercadológica »* (Callon, 1997, p. 196).

Neste quadro mais amplo no qual os dois níveis precedentes não são mencionados explicitamente, a existência de redes constitui um meio de colocar em relação entidades cujas atividades a priori são heterogêneas.

³⁴ Callon M. – Les figures de l'irréversibilité en Economie – Sous la direction de Boyer, Chavance et Godard – Ed. de l'EHESS – Paris 1991 – p. 196.

Todos os atores, no sentido de Callon, tornam-se intermediários na medida em que circulam entre os diferentes pontos constitutivos da rede, eles na verdade são os híbridos. Segundo Callon : « *L'acteur est hybride dans la mesure où il combine différents éléments, eux-mêmes changeants, et cette variabilité de l'acteur s'applique à toutes les formes de groupement. Cette hybridation devient à tel point envahissante qu'il devient difficile fine de séparer des catégories d'intermédiaires : l'auteur prend l'exemple des ordinateurs qui « réquisitionnent des informaticiens » et des informaticiens qui « mobilisent » des ordinateurs. Ainsi, chaque intermédiaire décrit plus ou moins explicitement un réseau c'est à dire un ensemble d'entités humaines ou non humaines, individuelles ou collectives et les relations dans lesquelles elles entrent. Ceci a deux conséquences : d'une part, les acteurs se définissent entre eux dans les intermédiaires qu'ils mettent en circulation et auxquels ils donnent un « lien social » ; d'autre part, d'un point de vue méthodologique, le social se lit dans les inscriptions qui cicatrisent les intermédiaires » (p. 204).*

Assim, o uso que Callon faz do conceito de rede aplicada no domínio das transferências de tecnologia e de processos de inovação é incontestado. Todavia, existe um problema relacionado à integração das ciências e das técnicas na teoria econômica que tomou um rumo particular nestes últimos anos, onde seguiu-se duas vias principais.

A primeira via segue a orientação do tipo schumpeteriana que analisa o papel das atividades de P&D na concorrência inter-firmas, em que o ponto de chegada é uma endogeneização da inovação.

A segunda via segue uma orientação que parte da questão do estatuto e das propriedades econômicas dos conhecimentos científicos e das possibilidades de falhas do mercado, trata-se aqui de Arrow (1962) e Nelson (1959). Nesta via, trata-se de justificar a existência de uma pesquisa acadêmica cujo objetivo é a divulgação dos resultados e cujos financiamentos não têm como objetivos a realização de lucros.

A separação destas duas correntes conduziu a colocar fora do campo de investigação o estudo das interações estratégicas entre os laboratórios públicos de pesquisa e as empresas privadas. As respostas alternativas aos limites revelados acima podem se organizar em três pontos: de uma parte, considerando o estatuto econômico dos conhecimentos científicos a partir dos trabalhos de Dasgupta e David, David e Foray ressaltando as principais hipóteses e os conceitos de fundo; de outra parte, mostrando os limites destas diferentes abordagens, limites que exprimem a importância da noção de redes consolidadas; enfim, através da aplicação dos resultados acima, Callon descreve a dinâmica da competição econômica endogeneizando completamente as relações que as firmas têm com os laboratórios.

Por uma questão de espaço neste artigo, não desenvolveremos toda esta análise de Callon sobre a dinâmica acima identificada. Todavia, sublinharemos os principais aspectos.

1. O autor toma como ponto de partida a análise econômica da atividade de pesquisa que passa necessariamente por uma reflexão sobre o estatuto econômico da ciência. A pesquisa pode, neste caso, ser assimilada a um processo de produção no qual os atores específicos, os pesquisadores, transformam os *inputs* (conhecimentos, competências incorporadas, instrumentos materiais) em *outputs*. O autor conclui que uma grande unidade e uma grande coerência se impõem concernente às hipóteses sobre a natureza econômica dos conhecimentos científicos. Segundo Callon : « *la science est réductible à de l'information soit codifiée, soit incorporée ; selon qu'elles sont l'une ou l'autre, leurs caractéristiques économiques (coût d'appropriation, degré de rivalité, etc...) sont opposées ; la valeur d'une information (son utilité) est déterminée par son degré de généralité et/ou d'universalité ; la science de base est définie par la généralité des informations qu'elle produit ; du fait des défaillances du marché, l'institution académique s'impose pour la recherche de base.* » (Callon, 1999, p 53)³⁵.
2. Para Callon, não é possível separar a circulação dos conhecimentos da dinâmica econômica na medida em que elas formam uma só e única unidade. Desta forma, a rede aparece como o conceito chave que permite definir os contornos deste quadro dinâmico. O autor vai distinguir então duas configurações típicas de rede: as redes emergentes e as redes consolidadas. Assim, o autor propõem uma tipologia particular dos conhecimentos e da pesquisa: a) os conhecimentos emergentes que são « órfãos » pois eles se constroem separados das competências e das redes existentes, diferentemente dos conhecimentos subtraídos das redes alinhadas. Nos dois casos, os conhecimentos produzidos são fundamentais, pois um conhecimento é tanto geral como aquele que se conecta a numerosos nós de redes. Esta conexão pode ser instantânea, mas ela pode ser ao inverso um programa de ação, uma simples vontade estratégica que não teve um resultado ainda; b) o autor propõem chamar « pesquisa de base toda a atividade visando produzir conhecimentos gerais numa rede alinhada »; o nome « pesquisa fundamental » é reservada no sentido *strict* à pesquisa que se desenvolve nas configurações emergentes e que segundo seu destino poderá ou não elaborar conhecimentos de base.

³⁵ Callon M. (1999) – Le réseau comme forme émergente et comme modalité de coordination : le cas des interactions stratégiques entre firmes industrielles et laboratoires académiques in Callon M., Cohendet P. Et Alii : Réseau et coordination – Ed. Economica. – Paris

3. Esta análise fornece uma base nova que permite examinar a adequação e as condições da eficiência da coordenação, no que concernem às atividades de produção, de distribuição e de mobilização dos conhecimentos científicos e de ligar as estratégias dos atores (laboratórios de pesquisa e firmas) à dinâmica dos conhecimentos e à dinâmica econômica.

Conclusão

A partir do quadro de análise proposto, podemos resumir uma conclusão provisória onde, se a nova economia da ciência fica prisioneira, conforme Callon (partilhamos este ponto de vista), de uma visão pouco realista da pesquisa e da sua dinâmica própria, isso resulta das características dos laboratórios públicos de pesquisa face ao funcionamento do mercado. Observa-se ainda a dificuldade de descrever as interações estratégicas entre os agentes e, portanto, compreender as condições, as modalidades e os efeitos das alianças entre laboratórios e firmas.³⁶ Ao inverso, o modelo proposto coloca a montante a necessidade de favorecer as colaborações a fim de tornar disponíveis os conhecimentos, e isso não se faz sem a emergência de redes que modificam, de fato, a natureza das relações do conhecimento e a natureza das relações entre laboratórios públicos e firmas inovantes. O conceito de hibridação, confrontando as redes emergentes e resultando desta intermediação, toma então toda a sua importância num esquema apresentado por Callon: *« A travers l'exemple des relations entre laboratoires et firmes, nous espérons avoir montré que la théorie des réseaux constituent un puissant outil d'analyse. Tout en se focalisant sur les stratégies micro-économiques, elle rend justice à la variété des configurations collectives ainsi qu'à la diversité des rationalités des agents et des options qui s'ouvrent à eux. Ses champs d'application couvrent l'ensemble des domaines dans lesquels se mettent en place des configurations émergentes qui traversent les frontières institutionnelles. C'est pourquoi elle nous semble bien adaptée à l'étude des économies modernes »*. (Callon – 1999 – p. 64).

Referências bibliográficas

- Cassier M. (1995) – Les contrats de recherche entre l'université et l'industrie : l'émergence d'une nouvelle forme industrielle – Thèse – Ecole des Mines de Paris.
- Callon M. (1999 a) – Le réseau comme forme émergente et comme modalité de coordination : le cas des interations stratégiques entre firmes industrielles et laboratoires académiques in Callon M., Cohendet P. Et Alii : Réseau et coordination – Ed. Economica. – Paris

³⁶ A este respeito ver Fonseca, JWF (2005) « L'industrialisation des connaissances dans les sciences du vivant : le rôle de la technique ». Thèse de doctorat, Université de Toulouse – I press.

-
- Callon M. (1991) – Réseaux technico-économiques et irréversibilités – in Boyer R, Chavance B et Godard O.: les figures de l'irréversibilité en Economie. Ed. de l'Ecole des Hautes Etudes en Sciences Sociales
- Fonseca, JWF et Mignot, J-P, (2002) - Sciences du vivant, biotechnologies et innovation : quelques réflexions sur l'analyse d'un processus - Revue d'Economie Meridionale
- Foray D. – Freeman C. – (1992) - Technologie et richesse des Nations – Ed. Economica – Paris.
- Foray D. – Mairesse J. (1999) – Innovations et performances : approches interdisciplinaires – Ed. de l'Ecole des Hautes Etudes en Sciences Sociales. Paris
- Quéré M – Ravix J.-L. (1997 a) – Relations science-industrie et institutions innovatrices – Revue d'Economie Industrielle – N°79.
- Quéré M - Ravix J.-L. (1997 b) – Le chercheur-entrepreneur dans la dynamique des relations science-industrie : un cadre d'analyse – in Economie de la connaissance et organisations (sous la direction de Guilhon B. et alii) – ed. L'Harmattan – Paris 1997. Paris

O Desenvolvimento Econômico Brasileiro Segundo Ignácio Rangel

Igor Zanoni Constant Carneiro Leão*

Ignácio Rangel (1914 - 1994) nasceu no Maranhão, formou-se em advocacia e estudou de forma autodidata história e economia. Tornou-se um dos grandes pioneiros na compreensão do desenvolvimento econômico brasileiro, bem como um homem de Estado com marcada presença no planejamento estatal nos anos 50, juntamente com Rômulo Almeida, Celso Furtado e outros. Foi editor da revista “Cadernos do Nosso Tempo” e trabalhou no Instituto Brasileiro de Economia, Sociologia e Política – IBESP sob o comando de Hélio Jaguaribe. Sua militância política foi interrompida pelos desvãos políticos do país, mas até a sua morte, já quase sem voz, buscava compreender, seja as seqüelas do Plano Cruzado seja a década neoliberal que se iniciava. Neste texto buscamos algumas teses centrais do seu pensamento, tal como apresentadas numa série de conferências no Ministério da Educação em 1955, sem nos preocuparmos com uma seqüência rigorosa na exposição do desenvolvimento nacional. O próprio Rangel foi um homem de grandes *insights* nem sempre seguidos da adequada elaboração. Esses *insights* fazem falta à nossa escola superior hoje, vitimada pelos manuais importados, alheios à realidade nacional.

Deve-se dizer inicialmente que Rangel foi um dos primeiros autores de raízes marxistas a travar o diálogo com a CEPAL, freqüentando seus cursos no Chile nos anos 50. Era grande admirador de Raúl Prebisch, inaugurando assim um diálogo que amadureceria na moderna esquerda brasileira. Apesar disso, foi um pensador original capaz de formular observações e teses que bem mais tarde seriam explicitadas com maior rigor, muitas vezes sem que se dissesse sua procedência original.

Uma das teses do autor é a necessidade do conhecimento do processo de desenvolvimento para que se possa assentar uma política pública nas forças em operação dentro do próprio sistema da economia nacional, ao invés de subordiná-lo a interesses de fora. Nessa tese Rangel se define ao mesmo tempo como desenvolvimentista e nacionalista, buscando entender o espaço adequado do Estado. A economia brasileira é vista por ele composta por três estratos superpostos: uma economia natural, uma economia de mercado e o comércio exterior. Neste último estrato somos parte da economia mundial articulados ao capitalismo monopolizado.

* Doutor em Economia pela UNICAMP. Professor do Departamento de Economia da UFPR. Endereço eletrônico: igorza@bol.com.br

O desenvolvimento se faz pela transferência de pessoas da economia natural para a economia de mercado, onde sua capacidade de produção se multiplica. Essa transferência se dá, em primeiro lugar, na medida em que o lavrador passe a orientar uma maior parte do seu tempo de trabalho para a exportação ou para o consumo da população não agrícola nacional. Em segundo lugar, quando o lavrador migra para a cidade, construindo e se empregando em indústrias que progressivamente substituirão o comércio exterior como fonte de suprimento de produtos elaborados. Esse desenvolvimento é capital, uma vez que a industrialização é uma condição indispensável ao desenvolvimento, como já mostrara a própria Cepal.

Lembrando Caio Prado Jr., Ignácio Rangel observa que o Brasil nasceu de feitorias e depois fazendas de escravos desarticuladas com a finalidade específica de produzir bens para exportação e importava escravos e produtos elaborados dentro de uma divisão social do trabalho do tipo colonial. Ao longo do desenvolvimento econômico como país independente, o Brasil alternou três grandes ciclos de transformação causados por movimentos no comércio exterior. Quando este comércio está atraente, voltamo-nos para os bens agrícolas. Em caso contrário, para elaboração de bens primários, substituindo produtos manufaturados. Cada um desses três ciclos se distingue pelo grau de intensificação da nossa atividade manufatureira.

Ainda no século XIX, uma fazenda de escravos conjugados com população agregada livre ou semi-livre redistribuiu seus recursos produtivos na medida em que se intensifica o comércio exterior. Depois de certo período, essa estrutura se torna rígida e a economia nacional desenvolveu suas vias de comunicação e um aparelho comercial mais robusto. Surgem também interesses poderosos nos sistemas de transportes e no comércio. Finalmente, o fazendeiro teve um aumento de sua renda pessoal apenas empregando, de modo novo, os fatores de produção que já comandavam.

Fora da fazenda se torna mais complexa a economia, implicando em despesas, em aumento do volume de salários pagos na construção e trabalho nas novas instalações, em formação de renda paga aos ordenados dos empregados e aos lucros dos patrões. Aumentam também as rendas do governo e as famílias senhoriais desenvolvem nas cidades um modo de vida diferente da rudimentar vida rural. Este é um princípio de mercado nacional, dentro do qual se desenvolvem relações de troca e um capitalismo incipiente. Essas transformações começam a ocorrer no Brasil a partir de 1850, quando o Brasil passa de um regime de déficits para o de superávits no comércio exterior. Esse processo foi acompanhado pela drástica redução da população escrava e pela libertação em 1888.

Uma tese polêmica de Rangel é que o aumento das exportações e a expansão do mercado nacional ampliaram o papel da agricultura em prejuízo das atividades não agrícolas nas fazendas e o domínio da terra tornou-se decisivo para que proprietários de terra trabalhassem seus domínios em regime de parceria, abrindo a era de um feudalismo caracteristicamente brasileiro, a era do latifúndio. Depois da Guerra de Secessão, os Estados Unidos surgem como grande produtor agrícola, obrigando o Brasil a retomar a substituição de produção estrangeira por produção nacional. Parte desse esforço se dava no campo, onde se buscava a auto-suficiência, mas outra parte desse esforço era tentada com o encilhamento e com Joaquim Murinho, multiplicando-se o número de empresas com a finalidade de suprir os bens que se obtinham antigamente com o trabalho escravo ou com as importações.

O censo incompleto de 1907 e o de 1920 mostram que essas empresas eram quase sempre pequenas, supondo investimentos relativamente pequenos. Nesse período amplia-se o âmbito das trocas comerciais dentro do país e a partir daí o capital comercial passaria a comandar o destino da indústria manufatureira transformando uma massa de artesãos independentes em operários. Na década de 20 demos novamente prioridade à exportação, mas se preservou a indústria pequena e a produção agrícola de subsistência. Chegamos assim à crise de 1929 com um mercado estruturado com um capital comercial plenamente desenvolvido e já com alguma experiência industrial.

A crise de 29 foi exponenciada pela grande crise mundial, mas estava latente nos estoques sem saída de café, mantidos em nível elevado pelos empréstimos externos e pelo uso das reservas do país. A partir da quebra da bolsa de Nova Iorque essa situação se mostrou em toda a sua gravidade. A capacidade para importar caiu a um terço, obrigando o esforço de substituição de importações que tinha de fazer-se em condições capitalistas, implicando em forte aumento de inversões, pagamento de mão-de-obra, compra de material de construção, de equipamento etc., lançando a economia brasileira no rumo do desenvolvimento de forma dramática.

Este rumo podia ser tomado dada a expansão anterior da agricultura de exportação que destruíra as bases para recomposição da agricultura de subsistência. A queda das exportações levou contingentes importantes de mão-de-obra a buscarem as cidades e não um retorno ao campo. A cidade absorveu esses migrantes tanto para existência de uma pequena produção de mercadorias quanto pelos gastos do governo na política anti-cíclica proposta por Vargas quanto pelo dinheiro gasto para financiar a repressão de sublevações ao movimento de 30 que atuaram de forma a combater o ciclo econômico. Esses gastos resultaram em uma

procura efetiva que pôde ser atendida por uma capacidade de produção nacional não totalmente utilizada. Havia fundos livres para investimento em moeda nacional e o mercado através da inflação sinalizava onde se deviam aplicar aqueles fundos. O investimento realizado levou ao aumento do poder de compra da mão-de-obra a uma maior mercantilização da economia e a um aumento nos lucros dos capitalistas que se viam com fundos livres adicionais para investir.

Esse processo é complexo, pois se por um lado reduz a pressão sobre a capacidade para importar do país, intensifica a procura de outros itens. Além disso, a inversão implica em aumento do número de trabalhadores empregados, e que estavam nas cidades ou na chamada agricultura de subsistência. A substituição de importações tem um efeito forte sobre os hábitos de consumo sobre a tecnologia, mudando a matriz de insumo-produto nacional. Assim, aumenta a procura de bens de produção e de consumo e a sua especificação, a substituição traz a possibilidade de novas pressões sobre o balanço de pagamento. Contraditoriamente, são os déficits na balança comercial que indicam possibilidades de ulterior desenvolvimento. Ignácio Rangel sustenta aí duas teses:

1 – O estímulo ao nosso desenvolvimento econômico pode ser de indefinida duração;

2 – A alavanca essencial do desenvolvimento está no comércio exterior – no qual pelo consenso unânime se reconhece ao Estado autoridade crescente.

É a combinação desses dois fatores que nos abre a porta para considerável medida de planificação do nosso desenvolvimento.

No tema da planificação e do planejamento, Ignácio Rangel deu uma contribuição importante corrigindo as técnicas tradicionais e aumentando seu escopo. Por exemplo, as técnicas então usuais partiam de um determinado investimento desejado em uma indústria para, através de técnicas complexas e matemáticas, dizer quanto se deveria investir admitindo certos supostos muito numerosos. Segundo Rangel: “Supondo que desejamos assegurar um crescimento de 5% na renda nacional, precede-se a calcular qual deveria ser o nível do comércio exterior, qual o nível das inversões globais, qual o nível de aumento na produção de cada indústria ou atividade, supostos determinados coeficientes de capital, tanto para o aumento global da produção quanto para o aumento da produção de cada atividade específica. A beleza da construção – suas linhas geometricamente sóbrias, a singeleza da concepção – conquista cada vez mais adeptos a esse estilo de planejamento”.

O autor chama esse estilo de pirâmide invertida e pensa que seria melhor relacionar primeiro os recursos disponíveis em função do real comando sobre eles para depois chegar à previsão de certo aumento da renda nacional se esses recursos são usados de certo modo e não de outro. A técnica tradicional supõe uma economia que parte de um estado de equilíbrio para outro estado de equilíbrio, sem perceber que o progresso é sempre um movimento de uma situação de desequilíbrio, e que o verdadeiro promotor do desenvolvimento é aquele que utiliza o desequilíbrio existente resolvendo-o pelo desenvolvimento através da criação de outro desequilíbrio.

Essas observações úteis à época soam anacrônicas na atualidade quando o planejamento foi reduzido ao modelo do Banco Central de metas de inflação, numa economia que se pretende a todo custo estável apesar de sua instabilidade intrínseca.

Outro ponto importante na análise de Ignácio Rangel diz respeito à reforma agrária, tema muito importante para o pensamento progressista na época, que supunha ser esta reforma uma pré-condição para oferta de alimentos e para a criação de um mercado interno amplo. Para Rangel, este foi o caso da Rússia, da China e da Itália, países nos quais as transformações nas condições de produção na agricultura teriam que preceder o surto da industrialização. No Brasil, a industrialização começa sem exigir a princípio mudança nas condições de produção na agricultura. Esta se transforma de forma simultânea e gradual, perdendo seu caráter de produção natural. A reforma agrária não é sequer uma demanda política do camponês que em sua maioria teve no êxodo rural uma saída para suas dificuldades.

Pensando na atualidade, a agricultura brasileira a partir da ditadura militar foi fortemente capitalizada havendo um êxodo rural imenso para o qual não foram preparadas políticas públicas de nenhum formato. Esse êxodo continuou nas décadas seguintes, inclusive quando as cidades já não poderiam absorvê-lo pelo baixo crescimento econômico a partir dos anos 80. O resultado está na hipertrofia de um terciário pobre, do crescimento acelerado das favelas, o desemprego muitas vezes não contabilizado e inclusive a cultura da violência. Evidentemente, Ignácio não poderia prever nada disso.

Um terceiro ponto de menor relevância diz respeito a sua visão de uma economia camponesa sucedendo-se ao declínio do escravismo ao longo do século XIX. Não tivemos a rigor feudalismo nem campesinato. Suas palavras não impedem a compreensão do seu texto, mas impedem, sim, a compreensão da formação do mercado de trabalho para o capitalismo

no Brasil, que se baseou muito mais na imigração em seus primeiros tempos que na dissolução progressiva de um campesinato transformado em operariado.

Essa última observação mostra uma característica importante no autor. Dono de *insights* extremamente fecundos, como homem público mais que como um estudioso, Rangel muitas vezes não deu a eles o tratamento sistemático que mereciam. Um desses pontos, muito importante, refere-se à inflação. Ignácio percebe a inflação como um instrumento anti-cíclico que faz com que na crise se imobilize capital em construções e outros ativos. Também funciona como um indicador para o planejamento, na medida em que o conjunto de preços se move todo o tempo de forma desequilibrada indicando os desequilíbrios da economia.

Essas observações também foram muito importantes mas perderam parte do seu poder de explicação para a atualidade, na qual existe um componente financeiro muito forte atrelado às dívidas pública e externa e ao comportamento especulativo em ativos financeiros bastante relevantes.

Outro aspecto fundamental na sua análise é a relação entre o desenvolvimento e o progresso técnico. Trabalhando com uma visão clássica smithiana, ele percebia a abertura de mercados como uma forma de modernização da economia e da sociedade. Seria impossível pensar em avanço técnico em uma economia estagnada ou com desequilíbrios que não fossem a mola para um planejamento fecundo. Observe-se que Ignácio está escrevendo em 1955, véspera do Plano de Metas, que ajudou a formatar no departamento econômico do BNDE, da mesma forma como elaborou o projeto da Petrobrás e Eletrobrás.

Muitas dessas observações de Rangel vêm paradoxalmente de seu autodidatismo e do compromisso político e ético. Sua compreensão, por exemplo, do processo de substituição de importações foi retomado com felicidade por Maria da Conceição Tavares, que lhe deu a versão final. Muitos outros economistas, entretanto, tomam ao pé da letra a expressão sem notar que entre a nova produção interna e as novas exigências na balança comercial faziam um jogo dialético literalmente sem fim. Na verdade, seu fim foi à conclusão da primeira etapa da industrialização pesada com o fim do Plano de Metas. Daí para frente, outros instrumentos conceituais teriam de ser usados já que se tratava agora de uma economia madura. Não acaso Maria da Conceição se voltou para Kalecki e Keynes.

Ignácio Rangel foi o único dos pioneiros do pensamento econômico brasileiro moderno que eu conheci pessoalmente. Isso foi nos anos 80 nas discussões heterodoxas sobre a inflação da época. Rangel diversas vezes visitou o Instituto Paranaense de Desenvolvimento Econômico e Social (Ipardes), e também o visitamos no Rio de Janeiro,

onde morava. Nesse período ele chamava a atenção, na questão da inflação, para a importância da dívida pública e da dívida externa, as quais, diante de um mercado financeiro internacional fechado para nós, repunham a ciranda financeira e faziam necessários vultosos superávits fiscais e no comércio externo. Isso levava a uma estagnação da economia embora os governos da época preservassem a estrutura industrial e mesmo grande parte do tecido social. Para Rangel, esses problemas eram de difícil solução e na verdade mesmo após a reabertura do mercado financeiro nos anos 90 e das privatizações continuam sendo problemas muito sérios. O ponto principal para Rangel era o fato de o Estado ser o avalista dessas dívidas, paradoxalmente num período de baixo crescimento. Somente o crescimento poderia inverter a situação para o que seriam necessários novos instrumentos e *insights* na condução da economia.

Rangel já estava idoso, com a voz quase inaudível mas continuou até sua morte como um paladino do desenvolvimento econômico brasileiro, com sua intuição e maestria.

Referências bibliográficas

- Ignácio Rangel (1955). Introdução ao desenvolvimento econômico brasileiro, 2ª Edição, Bienal, 1990;
- Ignácio Rangel (1982). Ciclo, tecnologia e crescimento, Civilização brasileira.
- Maria da Conceição Tavares (1972). Auge e declínio do processo de substituição de importações, in Da Substituição de Importações ao Capitalismo Financeiro, Zahar.

FINANÇAS E MERCADOS FINANCEIROS

Uma radiografia conjuntural da evolução do crédito na economia brasileira

*João Basílio Pereira Neto**

Introdução

O presente trabalho apresenta uma análise sobre o comportamento do crédito no Brasil, a partir dos seus principais indicadores agregados. O comportamento do crédito nos últimos dois anos tem sido um dos grandes determinantes do crescimento da economia brasileira. Tem havido um significativo aumento da relação crédito/PIB nos últimos quatro anos e uma quantidade enorme de recursos (R\$ 132,0 bilhões) foi injetada na economia nos últimos doze, em operações do setor privado. Analisamos os dados da evolução do crédito sob a perspectiva do crescimento econômico, da qualidade e do risco das operações, dos setores de atividades econômicas mais atingidos, bem como das modalidades de créditos mais utilizadas e seus respectivos custos. Embora o crédito seja uma atividade econômica em franca expansão, seus custos no país ainda são elevadíssimos, mesmo após quase trinta meses de queda contínua na taxa básica de juros.

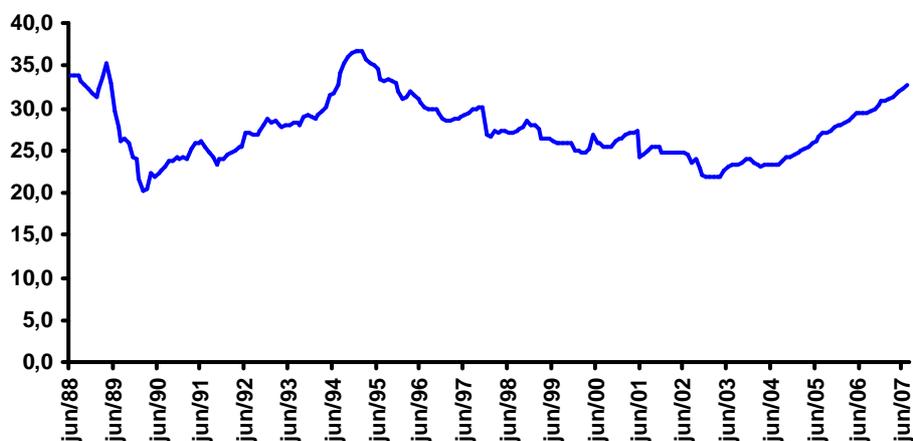
1. Crédito e crescimento da economia

O crédito tem se expandido de forma consistente nos últimos anos. Ao longo de 2007 a tendência de aumento está sendo mantida com a relação crédito/PIB atingindo 32,7% em julho de 2007, seu maior nível desde novembro de 1995 quando então havia alcançado 33,1%. A tendência sustentada do aumento poderá levar o país, até meados de 2008, ao pico histórico de 36,8% de janeiro de 1995 e em continuando a estabilidade macroeconômica, o país poderá até mesmo ultrapassar esta marca. O comportamento agregado do crédito no Brasil pode ser observado no gráfico 1 a seguir. No período entre maio de 2006 e maio de 2007 o volume das operações de crédito de todo o sistema financeiro expandiu de R\$ 654,1 bilhões para R\$ 786,1 bilhões. Isto significa uma injeção de R\$ 132,0 bilhões de poder de compra na economia e equivale a um aumento real de 15,1%. Boa parte do crescimento econômico obtido no período deve-se ao efeito desta expansão do crédito. Tudo leva a crer que em 2007 o crédito continuará se expandindo a um taxa muito maior que a taxa de

* Doutorando em Economia pela UFPR. Professor de Economia e Coordenador de Pós-Graduação em Finanças Corporativas e Mercados Financeiros na UniBrasil. Membro da equipe técnica do Boletim. Endereço eletrônico: joabasilio@unibrasil.com.br.

crescimento do PIB. Considerando uma estimativa de crescimento de 5% aa para 2007, o crédito deverá estar se expandindo a uma taxa três vezes maior.

Gráfico 1. Relação Crédito/PIB



Fonte: Bacen

Os fatores determinantes deste excepcional comportamento do crédito são: a queda da taxa de juros, a liquidez do sistema financeiro e as modificações nas estruturas das taxas de juros dos contratos que passam a adotar taxas pré-fixadas. Taxa de juros e liquidez são determinantes macroeconômicos ao passo que a estrutura dos juros decorre de um ajuste microeconômico do lado da oferta. Uma inovação recente na estrutura da oferta e demanda de crédito no país é a possibilidade dos tomadores de recursos, sejam pessoas físicas ou jurídicas, emprestem dinheiro a taxas pré-fixadas. Isto só é possível em ambientes macroeconomicamente estáveis. É este ambiente estável dos últimos anos que tem permitido um ganho duplo que serve de impulso ao mercado de crédito no Brasil. Além da redução das taxas de juros, a estabilidade macroeconômica permite o alongamento (maturidade) dos contratos e quando isto acontece de forma concomitante temos uma combinação auspiciosa de crédito e estímulo ao crescimento econômico que é, de fato, o que está acontecendo neste momento. Especialmente porque antes de 2003 as operações de crédito apresentavam uma trajetória de queda em relação ao PIB, fruto dos problemas macroeconômicos de então e das crises financeiras que assolaram o mundo e o país em especial em 1998 e 2002.

No caso das instituições financeiras, o estímulo para adotarem taxas de juros pré-fixadas advém da trajetória de queda das taxas de juros no médio prazo. Os juros pré-fixados nos níveis atuais, mais altos, permitem-lhes ganhos adicionais com aumento do *spread* efetivo, pois o custo das captações futuras torna-se mais baixo em relação ao juro pré-fixado hoje, em um nível mais alto.

2. A qualidade do crédito

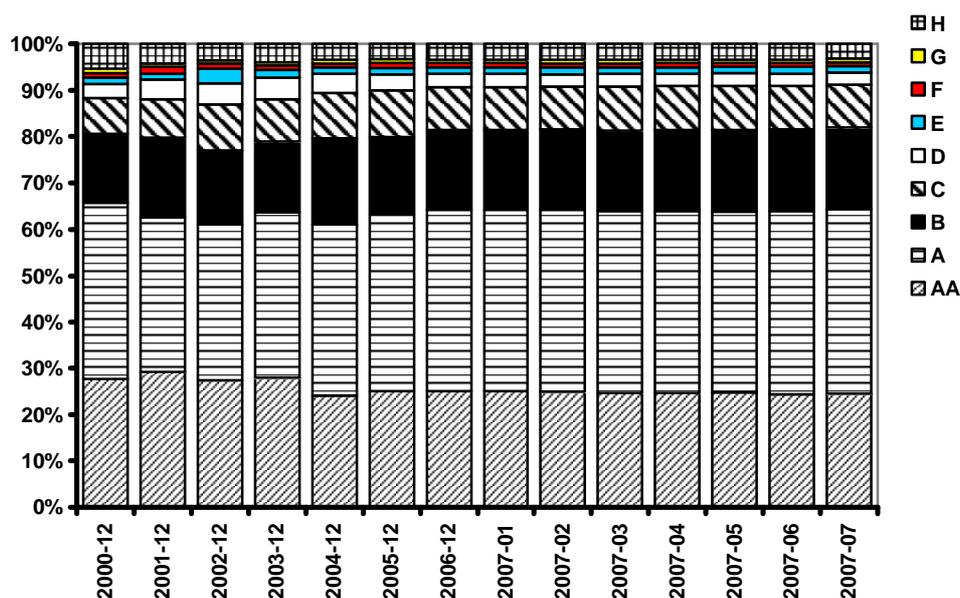
Uma preocupação que poderia surgir decorrente da expansão do crédito é o efeito cíclico de uma fase de expansão em que expectativas excessivamente otimistas somadas à relativa liquidez do sistema financeiro levariam a concessão de créditos para tomadores de maior risco, expondo as instituições financeiras a crescentes riscos, tal como descrito em Minsky (1975, 1986). No auge da exposição, com parte dos balanços comprometidos com créditos não liquidados, os bancos incorrem em problemas de liquidez e solvência deflagrando uma crise financeira que, dependendo das proporções, pode atingir seriamente o setor real da economia, tal como está ocorrendo no mercado imobiliário americano.

A julgar pelos dados agregados e pela evolução da qualidade do crédito, este tipo de risco pode ser descartado. Como pode ser observado no gráfico 2, a qualidade do crédito, medida em níveis de risco (onde AA é o menor risco e H o maior risco), se mantém estável com aproximadamente 90% do volume de crédito classificado em níveis AA, A, B e C considerados de baixo risco³⁷. Mudanças na trajetória de expansão do crédito, se houver, devem ocorrer então por motivos externos ao mercado financeiro brasileiro, como por exemplo, mudanças na política monetária ou crise financeira internacional. Esta última teria um impacto significativo sobre a liquidez do sistema com retração da oferta de crédito pelos bancos.

37 Notas explicativas conforme Boletim Mensal do Bacen: a classificação dos créditos de responsabilidade de instituição financeira deve levar em consideração em relação ao devedor, dentre outros, sua situação econômico-financeira, grau de endividamento, setor de atividade econômica, limite de crédito, natureza da operação creditícia, natureza das garantias e montante do crédito, além de situações de renda, patrimônio e cadastro no que se refere às pessoas físicas. São classificadas, no mínimo, no nível de risco correspondente as operações com atraso de pagamento na forma abaixo:

a) entre 15 e 30 dias, nível de risco B; b) entre 31 e 60 dias, nível de risco C; c) entre 61 e 90 dias, nível de risco D; d) entre 91 e 120 dias, nível de risco E; e) entre 121 e 150 dias, nível de risco F; f) entre 151 e 180 dias, nível de risco G; g) acima de 180 dias, nível de risco H.

Gráfico 2. Nível de Risco do Crédito



Fonte: Bacen

3. Crédito por setor de atividade econômica

Dado este desempenho favorável do crédito no Brasil, sem aumento de riscos operacionais, a próxima questão importante que deve ser analisada é o destino que está sendo dado ao incrível montante de poder de compra adicional que está sendo despejado na economia. As tabelas 1a e 1b, a seguir, mostram os dados das operações de créditos por setor da atividade econômica.

Tabela 1a. Crédito por Setor de Atividade Econômica (% do PIB)

Data	Sector Público	Indústria	Rural	Comércio	Serviços	Habitação	PF	Total Privado	Total Geral
dez/88	9,3	6,3	2,7	1,6	2,6	8,2	1,0	22,4	31,7
dez/89	6,7	3,9	1,4	1,0	1,8	8,6	0,6	17,3	24,0
dez/90	6,7	4,9	2,0	1,4	2,0	6,7	0,5	17,5	24,2
dez/95	4,7	7,6	3,1	4,2	3,8	6,4	2,2	27,3	32,0
dez/00	1,3	6,9	2,3	2,6	3,7	4,5	5,1	25,1	26,4
dez/05	0,9	6,4	3,1	3,0	4,6	1,3	8,7	27,1	28,0
dez/06	0,8	6,9	3,3	3,3	5,1	1,5	9,9	30,0	30,8
jan/07	0,8	6,9	3,3	3,1	5,1	1,5	10,1	30,0	30,8
fev/07	0,8	7,0	3,3	3,2	5,1	1,5	10,2	30,3	31,1
mar/07	0,8	6,9	3,3	3,2	5,2	1,6	10,3	30,5	31,3
abr/07	0,8	7,2	3,3	3,3	5,2	1,6	10,5	31,1	31,9
mai/07	0,8	7,1	3,3	3,3	5,2	1,6	10,8	31,3	32,1
jun/07	0,8	7,1	3,3	3,4	5,2	1,6	10,9	31,5	32,3
jul/07	0,8	7,3	3,3	3,4	5,3	1,6	11,1	32,0	32,8

Fonte: Bacen – Relatório Mensal

A primeira delas mostra o volume de operações como proporção do PIB e, dado o período relativamente longo de cobertura, nos permite avaliar mudanças estruturais sobre quem está utilizando o crédito. Três grandes mudanças podem ser observadas.

Primeiramente a redução de operações de empréstimo por parte do governo, quem em 1988 demandava créditos no sistema financeiro intermediado no montante de 9,3% do PIB e atualmente demanda apenas 0,8% do PIB. A explicação para este comportamento do governo é o equilíbrio das contas públicas que deixou de gerar déficits primários elevados, de forma que as operações com títulos do Tesouro Nacional são suficientes para as necessidades financeiras do governo. O setor público foi o único setor que apresentou redução das operações de crédito, tendo caído em 12,8% nominais, nos últimos 12 meses (tabela 1b).

A segunda grande mudança ocorre no setor de habitação, onde também se observa uma grande queda relativa, passando de 8,6% do PIB em 1989, para apenas 1,6% do PIB em julho de 2007. Apesar de estar havendo uma mudança em curso nos contratos de financiamento da casa própria, com condições mais favoráveis para os mutuários e com os bancos privados entrando neste segmento, o aumento do crédito imobiliário não é suficientemente grande para causar uma mudança relativa. A tabela 1b mostra os valores absolutos das operações de créditos, e no caso da Habitação, nos últimos doze meses houve uma expansão de R\$ 7,746 bilhões, muito menos que outros setores da atividade econômica, embora tenha atingido, em termos percentuais, um crescimento de 24,3% nominais. Apesar do otimismo no setor imobiliário, não se justifica o clima de euforia, pois o crédito imobiliário no Brasil está muito aquém do que já foi um dia, representa hoje apenas 1,6% do PIB e está parado neste patamar há dois anos.

A terceira grande mudança é o aumento do crédito a pessoa física. Este tipo de crédito tem um impacto direto sobre o consumo, pois se trata de empréstimos destinados ao financiamento de aquisição de bens de consumo duráveis, principalmente. Este é, com certeza, um canal importante que liga a atividade de crédito ao crescimento da economia, mas é um tipo de crédito destinado ao financiamento da demanda, e não da oferta.

Tabela 1b. Crédito por setor de atividade econômica (em R\$ milhões)

Período	Setor Público	Indust.	Rural	Comérc.	Outros serviços	Habit	Pessoas Físicas	Setor Privado	Total Geral
2005 Dez	20 556	138 947	65 955	64 514	99 185	29 081	188 784	586 467	607 023
2006 Jan	20 453	136 489	66 312	64 274	98 605	29 766	192 829	588 276	608 729
Fev	20 826	136 791	66 760	65 730	99 417	29 956	196 193	594 846	615 673
Mar	20 903	138 784	67 614	66 661	100 878	30 710	200 241	604 887	625 790
Abr	20 775	141 836	68 488	67 621	103 071	31 271	204 378	616 665	637 440
Mai	21 193	146 703	69 698	68 631	105 715	31 848	210 341	632 936	654 129
Jun	20 961	145 111	70 686	70 312	106 944	32 566	211 930	637 549	658 510
Jul	21 008	147 861	70 149	71 277	109 534	33 192	216 495	648 506	669 514
Ago	18 679	148 796	70 434	72 077	109 438	33 728	221 150	655 623	674 302
Set	18 603	151 035	72 240	73 428	112 375	34 105	222 607	665 790	684 392
Out	18 513	153 543	74 570	75 473	112 700	34 733	228 048	679 069	697 581
Nov	18 681	157 284	76 118	78 096	117 969	35 246	233 651	698 364	717 045
Dez	18 872	164 581	77 681	78 433	121 518	35 689	235 816	713 718	732 590
2007 Jan	18 835	165 397	78 665	75 056	123 146	36 662	240 696	719 622	738 457
Fev	18 761	167 305	79 221	77 739	123 580	37 154	244 758	729 757	748 518
Mar*	18 647	168 402	79 945	79 084	125 622	38 044	249 700	740 797	759 444
Abr*	18 991	175 151	80 633	79 875	127 633	38 775	256 254	758 322	777 313
Mai*	18 489	174 525	81 376	80 792	126 837	39 594	264 511	767 634	786 123
Var 12 meses R\$	- 2 704	27 821	11 679	12 160	21 122	7 746	54 170	134 698	131 994
Var 12 meses %	-12,8	19,0	16,8	17,7	20,0	24,3	25,8	21,3	20,2

4. Crédito por finalidade ou modalidade

Como pode ser vista na tabela 1b, em montantes absolutos, os principais setores demandantes de crédito são, em ordem, as pessoas físicas, a indústria e serviços/outras, que correspondem juntos a 72% do total das operações de crédito, em maio de 2007. O próximo passo importante a ser esclarecido é saber o que os agentes econômicos estão fazendo com o crédito obtido, isto é, qual a finalidade dada aos recursos tomados no mercado financeiro intermediado.

As tabelas 2a e 2b a seguir, mostram os dados desagregados das pessoas jurídicas e físicas respectivamente. O aspecto relevante do comportamento do crédito das pessoas jurídicas é a utilização dos recursos para financiamento das atividades operacionais, sendo os mais importantes o financiamento de capital de giro e conta garantida. O aumento significativo das operações de capital de giro deve-se ao fato de que estes contratos são estruturados, em grande parte, na forma amortização constante (sistema SAC), com juros pré-fixados normalmente mais baratos que outras formas como conta garantida e desconto de duplicata. Isto tem feito com que empresas, especialmente as médias e pequenas que mais enfrentam dificuldades operacionais de caixa, optem maciçamente por empréstimos de capital de giro, o qual teve um significativo aumento de 30% nos últimos doze meses (tabela 2a). É prática comum, entre elas, efetuarem operações do tipo *swap*, trocando dívidas nas

modalidades de conta garantida e desconto de duplicata por empréstimos com amortização constante, o que explica seu aumento no período. Outro ponto que se destaca é redução de 1,7% nas operações de *leasing* tipo *Vendor*. Este tipo de operação, como se sabe, é utilizado como forma de financiamento de aquisição (no caso arrendamento) de bens de capital. Como o *Vendor* teve um desempenho negativo, podemos imaginar que as empresas não estão recorrendo a este canal para aumento da capacidade de produção. O pouco do investimento financiado com recursos de terceiros tomados no mercado de crédito vem por meio de financiamento direto à aquisição de bens, que teve um aumento de 20% nos últimos doze meses, com montante total de R\$ 2,444 bilhões.

No que se refere ao crédito às pessoas físicas, o maior aumento em 12 meses em valor absoluto são de créditos destinados ao consumo, que aumentou em R\$ 16,555 bilhões, e o financiamento de veículos, que aumentou em R\$ 13,413 bilhões. Parte deste aumento se traduz em aumento da venda de veículos novos, o que explica os recordes das empresas montadoras no país. Mas há um segundo motivo para o aumento desta modalidade que é a estratégia de trocas de dívidas (*swaps*), em que os indivíduos refinanciam seus veículos a taxas de juros menores para, com os recursos obtidos, quitarem dívidas mais onerosas, no cheque especial.

Tabela 2a. Volume de Crédito das Pessoas Jurídicas por Modalidade (R\$ milhões)

Período	Hot money	Desc Dupl ¹	Capital de giro	Conta Garant	Financ Imobil	Aquis. de bens	Vendor	Outros ²	ACC Exp Notes	Repass Externo	Import Outros	Total
2005 Dez	469	11 179	51 491	29 732	609	11 152	9 987	22 728	23 913	16 041	8 143	185 444
2006 Mai	297	10 726	54 611	31 355	648	12 194	9 590	24 992	26 328	17 852	9 321	197 913
Jun	310	10 925	55 853	32 551	612	12 358	10 126	25 868	25 075	16 676	8 632	198 986
Jul	393	10 701	56 588	32 479	600	12 634	10 241	24 698	26 659	17 696	8 666	201 353
Ago	358	10 966	56 562	31 791	627	13 255	10 148	24 871	25 491	17 263	8 463	199 796
Set	439	11 432	58 084	32 100	652	13 475	10 218	25 525	25 103	18 749	8 867	204 644
Out	394	11 483	59 719	32 551	681	13 458	10 463	24 914	25 500	19 117	8 618	206 900
Nov	344	11 532	62 437	33 272	659	13 535	10 649	26 092	25 515	19 414	8 680	212 128
Dez	355	12 172	67 814	32 855	734	13 491	10 374	27 229	25 213	19 048	8 346	217 631
2007 Jan	285	10 995	68 201	32 952	734	13 325	9 957	26 588	24 582	19 310	8 532	215 462
Fev	304	11 075	69 184	34 627	768	13 395	10 179	26 772	24 773	19 609	8 812	219 498
Mar*	276	11 809	70 156	34 451	783	13 755	10 132	28 236	26 396	19 482	8 963	224 440
Abr*	361	11 858	70 406	35 328	869	14 169	9 995	28 848	30 411	20 144	9 122	231 511
Mai*	691	12 081	71 136	34 769	876	14 638	9 424	29 232	28 816	19 809	9 458	230 929
Var 12 meses	395	1 355	16 525	3 414	228	2 444	- 166	4 240	2 487	1 957	137	33 016
Var 12 meses	133,1%	12,6%	30,3%	10,9%	35,2%	20,0%	-1,7%	17,0%	9,4%	11,0%	1,5%	16,7%

1/ Inclui Desconto de Promissórias

2/ Refere-se a operações com recursos internos.

Fonte: Bacen – Relatório Mensal

Tabela 2b. Volume de Crédito das Pessoas Físicas por Modalidade (R\$ milhões)

Período	Cheque especial	Crédito pessoal ^{1/}	Financ Imobil	Aquisição de bens			Cartão de crédito	Outros	Total
				Veículos	Outros	Total			
2005 Dez	10 974	63 444	956	50 685	10 229	60 914	11 260	7 643	155 190
2006 Mai	13 302	71 794	919	56 441	10 136	66 577	13 117	9 791	175 501
Jun	13 223	72 973	954	57 141	10 102	67 243	13 082	9 707	177 182
Jul	12 934	74 571	994	58 978	10 139	69 117	12 839	10 005	180 461
Ago	13 107	75 972	1 033	60 244	10 114	70 358	13 274	10 396	184 140
Set	12 787	77 036	1 064	61 387	9 981	71 368	13 293	11 108	186 655
Out	13 368	78 151	1 116	61 522	10 152	71 674	13 511	11 200	189 020
Nov	13 217	79 700	1 151	62 728	10 248	72 976	13 838	11 161	192 043
Dez	11 760	79 893	1 211	63 475	10 779	74 254	13 418	11 301	191 837
2007 Jan	13 312	81 362	1 276	64 465	10 881	75 346	14 135	10 954	196 386
Fev	13 822	83 386	1 302	65 293	10 721	76 014	14 973	11 091	200 589
Mar	13 800	85 738	1 380	66 976	10 676	77 652	14 927	10 949	204 446
Abr	14 255	87 661	1 461	68 285	10 636	78 921	15 627	11 453	209 378
Mai	14 224	90 998	1 551	69 854	11 019	80 873	15 677	12 064	215 386
Var 12 meses R\$	922	19 204	631	13 413	883	14 297	2 560	2 273	39 886
Var 12 meses	6,9%	26,7%	68,7%	23,8%	8,7%	21,5%	19,5%	23,2%	22,7%

Fonte: Bacen – Relatório Mensal

5. Evolução do custo do crédito

Apesar da queda contínua da taxa básica de juros observada desde agosto de 2005 as taxas de juros praticadas na ponta, para os tomadores, ainda se encontram em níveis muito elevados. O caso do cheque especial é emblemático. A atual política monetária levada a termo através de lentos e contínuos cortes na taxa Selic trouxe a taxa média de juros de operações pré-fixadas de 53,3%^{aa} em dezembro de 2005, para o nível de 44,6%^{aa} em maio de 2007. Tomando-se dezembro de 2005 como ponto de partida, as maiores reduções nas taxas de juros, em termos relativos, se deram nas operações de aquisições de bens (-33%), seguidas de Vendor (-26,2%) e crédito pessoal (-22,4%). Há o caso das operações de *hot money* em que o custo para o tomador é o mesmo de 18 meses atrás. Isto revela um comportamento dissonante dos diversos segmentos do mercado de crédito para com a política monetária em termos gerais, no que tange a fixação de uma taxa básica de juros (Selic) que, supostamente condicionaria o comportamento das demais taxas. O efeito, como pode ser observado, é diferente para cada segmento, o que revela estratégias de formação de preços não muito claras (fixação de *spreads*) por parte do setor bancário.

Tendo em vista o nível das taxas de juros nos diversos segmentos do mercado de crédito é visível o quanto o país ainda precisa avançar em termos de ajuste microeconômico, para alcançar taxas de juros mais razoáveis. Entre dezembro de 2005 e maio de 2007 a taxa Selic efetiva sofreu uma queda de 32% em termos relativos, caindo de 18,24%aa para 12,42%aa. Com exceção do segmento de aquisição de bens por pessoas jurídicas, todos os outros segmentos de mercado tiveram reduções menores de taxas de juros. A explicação que podemos dar ao fato é o poder de oligopólio reinante no sistema financeiro brasileiro, praticado até pelos bancos públicos que seguem à risca o jogo interativo da formação de preços do setor bancário. Não há competição por preços neste no setor financeiro.

Tabela 3. Taxas de Juros Médias Praticadas – Operações Pré-fixadas

Período	Pessoa jurídica							Pessoa física					Geral
	Hot Money	Desc Duplic	Desc Promis	Capital Giro	Conta Garant	Aquis de bens	Vendor	Cheque Espec	Crédito pessoal	Aquisição de bens			
										Veic	Outros	Total	
2005 Dez	47,4	39,5	49,0	34,7	70,3	28,2	22,5	147,5	67,3	34,8	65,2	39,4	53,3
2006 Jan	51,2	40,7	51,8	37,1	69,6	28,6	22,6	147,8	68,9	35,3	58,6	38,9	54,0
Fev	53,4	43,3	56,2	37,3	69,0	29,3	23,1	146,8	68,6	35,2	54,4	38,1	54,0
Mar	53,6	40,4	52,5	35,1	70,7	27,6	21,3	146,4	67,8	34,4	56,9	37,7	53,6
Abr	54,8	42,2	56,3	36,2	68,6	27,3	22,4	145,4	65,3	34,1	59,4	37,7	52,9
Mai	50,9	38,5	51,7	34,7	69,9	26,6	20,1	145,4	62,3	33,3	58,1	36,8	51,4
Jun	50,7	37,6	48,9	32,4	67,9	26,3	20,3	145,1	62,2	33,3	57,5	36,6	50,8
Jul	47,2	37,2	47,8	32,8	67,8	26,0	19,7	144,1	59,8	32,6	59,6	36,2	49,7
Ago	50,6	37,6	49,3	32,8	66,9	25,5	19,3	143,6	59,1	32,9	59,4	36,4	49,4
Set	52,2	37,1	50,0	32,2	65,6	26,9	19,2	143,5	58,9	33,0	61,0	36,6	49,2
Out	51,9	37,2	51,9	31,5	65,5	25,4	18,4	142,6	58,6	33,0	59,0	36,3	48,7
Nov	52,7	36,3	47,1	31,5	66,2	24,6	18,2	142,8	58,6	33,1	59,0	36,4	48,7
Dez	53,8	36,6	48,4	31,1	64,8	24,2	18,3	142,0	57,2	32,3	61,0	36,0	47,3
2007 Jan	55,0	35,5	46,8	32,0	65,4	23,4	17,2	141,9	57,2	32,7	59,3	36,2	47,6
Fev	49,8	35,5	46,7	30,9	64,4	24,7	17,2	141,2	54,5	32,0	57,9	35,4	46,6
Mar	48,2	34,5	47,1	30,8	64,7	22,7	16,6	140,8	53,4	31,2	55,4	34,3	45,8
Abr	48,8	34,4	47,6	30,9	63,4	21,8	16,9	140,9	52,5	30,5	55,8	33,6	45,2
Mai	47,4	33,7	45,7	30,6	62,8	18,9	16,6	140,3	52,2	29,8	55,6	33,0	44,6
Var % (*)	0,0%	-14,7%	-6,7%	-11,8%	-10,7%	-33,0%	-26,2%	-4,9%	-22,4%	-14,4%	-14,7%	-16,2%	-16,3%

Fonte: Bacen – Relatório Mensal

* Variação de dez/2005 a Mai/2007

Referências Bibliográficas

MINSKY, Hyman; (1975). *John Maynard Keynes*. Nova York, Columbia University Press.

MINSKY, Hyman; (1986). *Stabilizing an Unstable Economy*. New Haven, Yale University Press.

A crise imobiliária norte-americana: origem, perspectivas e impactos

Breno P. Lemos*

Maurício V. L. Bittencourt**

*“Capitalism without financial failure
is not capitalism at all,
but a kind of socialism for the rich”.*
(Joseph Schumpeter)

Depois de um semestre de uso indiscriminado de pontos de exclamação em seus relatórios financeiros na tentativa de assanhar o apetite pelo risco de investidores com suas projeções, os analistas agora os substituem por incontáveis pontos de interrogação. Qual a origem do choque que os mercados financeiros atravessam? Trata-se de uma crise duradoura ou de uma turbulência passageira? Quais instituições financeiras foram alvejadas? Qual a sua circunscrição? Perguntas como estas pairam indecifráveis, sobre tais relatórios.

Entretanto, antes que fosse possível encontrar respostas, após o Federal Reserve (Fed) surpreender a todos com um corte de 0,5% na fed fund e na repo rate, a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), que outrora afundou até os 44 mil pontos, encerrou o mês de setembro na casa dos 60 mil pontos batendo, pela 40ª vez somente neste ano, sua cotação histórica³⁸.

Fazendo uma leitura apressada, um incauto poderia afirmar que “o pior já passou”, restando, agora, a tarefa de identificar as oportunidades de ganhos de arbitragem entre os ativos financeiros. Embora este seja o sentimento comum entre os analistas, seria sensato fazermos uma breve reflexão sobre o epicentro do tremor recente nos mercados financeiros mundiais: o mercado de imobiliário norte-americano.

Desempenho Recente e Perspectivas do Mercado Imobiliário norte-americano

A crise que recentemente mostrou sua cara afetando os mercados financeiros do mundo inteiro reflete alguns sinais de enfraquecimento do setor imobiliário norte-americano em anos recentes. Cerca de 43 % dos financiamentos de casa própria em 2005 não tiveram

* Professor do Departamento de economia da PUC-PR. Economista da COPEL. Endereço eletrônico: bplemos@uol.com.br

** Professor do Departamento de Economia da UFPR. Endereço eletrônico: mbitterncourt@ufpr.br

³⁸ Coisa semelhante ocorreu com nossa taxa de câmbio: o dólar saiu da casa dos 1,8x para os 2,1x em fins de julho, retornando àquele patamar em fins de setembro.

nenhum pagamento de entrada, sendo que aproximadamente 15,2 % dos compradores de imóveis em 2005 devem no mínimo 10 % a mais do que seu imóvel vale atualmente, pressionando as instituições financeiras. O ambiente econômico também não favoreceu o setor nos últimos anos, pois os juros subiram de 1% para 5,25 % de 2004 a 2006, afetando negativamente a demanda por imóveis novos. Conseqüentemente, US\$ 2,7 trilhões em empréstimos foram e serão reajustados em 2006 e parte de 2007 a taxas de juros mais altas.

Tradicionalmente, os financiamentos imobiliários sempre foram empréstimos de baixo risco, pois os mesmos eram garantidos (securitizados) pelas próprias propriedades. Quando os bancos estavam emprestando montantes inferiores aos valores das propriedades para aqueles que tinham bom crédito, com pagamentos de entradas razoáveis, havia a composição de um bom negócio: com baixo risco, retornos moderados previsíveis, e baixo índice de inadimplência. Mas este modelo parece ter sido esquecido, pois os próprios bancos passaram a encorajar os compradores a usar a valorização das propriedades como uma forma de garantia de pagamento das dívidas de financiamento. Mas o que aconteceria se os valores das propriedades caíssem?

De acordo com as estimativas do Departamento de Comércio dos EUA, o preço mediano de novas residências nos EUA caiu cerca de 3 % desde janeiro deste ano. Além do estoque de novas residências ter sido recorde em abril, o estoque total de residências está 39 % mais alto do que no ano anterior, sendo responsável por um decréscimo nas vendas de aproximadamente 10 %. Ou seja, com este cenário, as dívidas mensais dos mutuários do setor imobiliário só tendem a aumentar. Desta forma, o sistema imobiliário americano se tornou um grande “cartão de crédito” e, para piorar a situação, bancos como o Washington Mutual, que demitiu mais de 2500 funcionários do seu departamento de corretores imobiliários no início de 2007, devem se tornar regra e não exceção como se previa inicialmente.

Em 2004 não havia problemas porque a taxa de juros americana era de 1 %. Mas posteriormente o FED elevou as taxas de juros 17 vezes seguidas, aumentando o nível de inadimplência no setor imobiliário, causando problemas à outra instituição financeira, o New Century Financial, que foi à bancarrota.

O mais interessante é que os bancos lançam estas “amortizações negativas” (pagamentos que não cobrem as cobranças de juros e que são incorporadas no montante principal da dívida) como ganhos. Para se ter uma idéia, segundo o próprio Relatório Anual do Washington Mutual, no primeiro trimestre de 2005 este banco contabilizou cerca de US\$ 25 milhões de amortizações negativas como ganhos, sendo que no mesmo período de 2006

este montante chegou a US\$ 203 milhões. Ou seja, uma situação completamente insustentável para qualquer entidade financeira. As amortizações negativas aliadas a outros empréstimos de curto prazo em ativos de longo prazo não são compatíveis porque tem muita gente sem capacidade de honrar seus compromissos financeiros, ou até reticentes em fazê-lo, diante da queda relativa de valor de seu ativo frente ao tamanho do seu endividamento. Desta forma, mesmo que os pagamentos aumentem o aumento das dívidas e a queda nos valores das propriedades que vem ocorrendo recentemente vão proporcionar que o sistema entre em colapso e, quando o setor imobiliário americano entra em queda livre, o resto da economia (e boa parte das economias mundiais) vai com ele.

Perspectivas para 2007/2008

Não faz muito sentido pensar que o princípio da média reversa, como comentada no nosso artigo no volume anterior (número 9) deste boletim, poderia ocorrer de maneira suave no setor imobiliário americano após os preços de residências terem mais que dobrado no período 2000 – 2005. Aliás, o pico de preços e vendas no setor imobiliário aconteceu em agosto de 2005, mas somente agora muitos profissionais ligados a este setor parecem ter percebido isso. Na Tabela 1 pode-se notar que o ano de 2005 foi muito bom para o setor como um todo, o que não aconteceu com o ano de 2006 e nem com as perspectivas para 2007 e 2008.

Tabela 1. Alguns indicadores do setor imobiliário nos EUA para o período 2005 – 2008

Indicadores	2005	2006	2007(*)	2008(*)
<i>em milhares</i>				
Casas prontas à venda	7076	6478	5923	6269
Novas vendas de residências	1283	1051	801	741
Residências em início de construção	2068	1801	1373	1263
Casas em construção	1716	1465	1076	954
Condomínios e apartamentos em construção	352	336	297	309
Construção residencial (**)	597	570	479	440
<i>% em relação ao ano anterior</i>				
Casas prontas à venda	4,4	-8,5	-8,6	5,8
Novas vendas de residências	6,7	-18,1	-23,8	-7,4
Residências em início de construção	5,8	-12,9	-23,8	-8,0
Casas em construção	6,5	-14,6	-26,5	-11,4
Condomínios e apartamentos em construção	2,1	-4,5	-11,7	-4,3
Construção residencial	8,6	-4,6	-15,9	-8,0
Preços de residências existentes	12,4	1,0	-1,7	2,2
Preços de novas residências	9,0	2,3	-2,2	1,7

Fonte: National Association of Realtors (U.S. Economic Outlook, September 2007)

(*) projeção

(**) em US\$ bilhões

De acordo com a tabela 1, 2005 foi um ano muito bom para o setor imobiliário. A construção residencial aumentou 8,6 % e os preços de residências existentes aumentaram 12,4 %, com as vendas de casas atingindo seu pico em meados de 2005, conforme mostra a figura 1. Nas previsões para 2007 e 2008 nota-se que existe um enorme decréscimo previsto nas vendas e construções de residências, principalmente para o ano de 2007. Nas figuras 1 e 2 pode-se constatar o recente declínio das vendas e preços das casas prontas nos Estados Unidos, contrastando com o recorde de casas à venda em 2006/2007 (figuras 3 e 4).

Os Impactos da Crise Imobiliária

A queda nas vendas e nos preços dos imóveis documentada acima, de certo modo, já estava incorporada nas previsões dos analistas. Contudo, o aumento não esperado da inadimplência entre os devedores de alto risco – os quais não possuem renda estável, nem ativos para dar em garantia –, associado a um aumento na taxa de desemprego – o que aumenta ainda mais a inadimplência –, levou à aceleração da execução de hipotecas.

No momento em que as hipotecas foram firmadas, o preço dos imóveis estava inflacionado permitindo ao tomador um volume de crédito compatível a este preço. Quando o tomador entra em dificuldades, aumentam-se as execuções das hipotecas. O problema é que tais execuções coincidem com um período de desvalorização dos imóveis. Assim, as instituições financeiras assistem a uma desvalorização de suas garantias, ocasionando um descasamento entre ativos e passivos, fator que poder gerar uma situação de insolvência.

Reavivada no imaginário dos investidores institucionais, a possibilidade de insolvência de instituições financeiras causa uma crise de desconfiança que pode culminar com um clássico episódio de corrida aos bancos e fundos de investimentos para saques, o que retroalimenta a possibilidade de insolvências destas instituições. Nestes casos, os agentes se tornam avessos ao risco e “fogem” para a liquidez. A fuga para a liquidez faz o crédito ser racionado e seletivo. As dívidas deixam de ser roladas, os prazos diminuem e a exigência de garantias aumenta.

É a partir daí que a crise imobiliária pode passar a gerar externalidades negativas para os demais setores da economia. O racionamento de crédito fatalmente causará uma redução na demanda agregada da economia norte-americana e européia, arrefecendo suas taxas de crescimento, podendo ocasionar até um ambiente de recessão nestes países. A recessão leva a uma revisão para baixo no fluxo de caixa das empresas destes países, reduzindo o preço de suas ações. Entra em cena, pelo menos no plano teórico, o efeito riqueza sobre o consumo: a

desvalorização das ações tende a reduzir a riqueza das famílias, o que faz o consumo e a demanda agregada diminuírem ainda mais.

A queda na demanda agregada diminui as importações e o volume do comércio internacional, exportando a recessão do “mundo desenvolvido” para o resto do mundo. Países que tem vínculos comerciais mais intensos com os EUA e com a União Européia sentirão com mais força o golpe, como é o caso do Brasi e do México, por exemplo.

Para evitar que a recessão tome forma nos EUA, o Fed reduziu em 0,5% a taxa de juros básica de sua economia. A queda nos juros é um elemento que pode estimular a demanda agregada, mas tem poder limitado para retirar uma economia de uma recessão. No entanto, a resposta nos mercados acionários foi rápida, indicando que o otimismo dos investidores está em franca recuperação. A tabela abaixo mostra o desempenho recente do mercado acionário de algumas economias emergentes.

Tabela 2. Desempenho recente dos mercados acionários de países emergentes selecionados

PAÍS	2002	2006	24/07/2007	16/08/2007	28/09/2007
BRIC	63,48	283,73	357,81	297,13	405,93
EMERGENTES	292,20	912,65	1.156,68	956,86	1.204,90
AL	658,94	2.995,67	3.967,20	3.143,70	4.139,64
CHINA	14,03	52,06	69,92	58,65	88,24
ÍNDIA	95,94	390,64	490,39	432,80	543,08
ARGENTINA	470,26	3.084,08	3.192,12	2.716,51	3.284,08
BRASIL	395,36	2.205,43	3.119,95	2.354,33	3.430,60
CHILE	445,49	1.492,42	1.885,48	1.623,78	1.840,48
MÉXICO	1.442,84	5.483,30	6.492,57	5.511,08	6.192,37
RUSSIA	270,74	1.250,28	1.289,36	1.126,95	1.310,13

Nota: O índice utilizado para apurar o desempenho dos mercados acionários é o MSCI, o qual é composto das principais ações - todas elas definidas em dólar - de um mercado ajustadas pela variação da capitalização de mercado. Este índice revela qual o desempenho do mercado acionário do país ou grupo de países. O BRIC é um grupo de países emergentes formado por Brasil, Rússia, China e Índia. São considerados países emergentes: Argentina, Brasil, Chile, China, Colômbia, República Tcheca, Egito, Hungria, Índia, Indonésia, Israel, Jordânia, Coréia do Sul, Malásia, México, Marrocos, Paquistão, Peru, Filipinas, Polônia, Rússia, África do Sul, Taiwan, Tailândia e Turquia. O grupo AL é composto pelos países: Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru.

Fonte: Elaboração própria a partir de dados disponíveis em <http://www.msclub.com>.

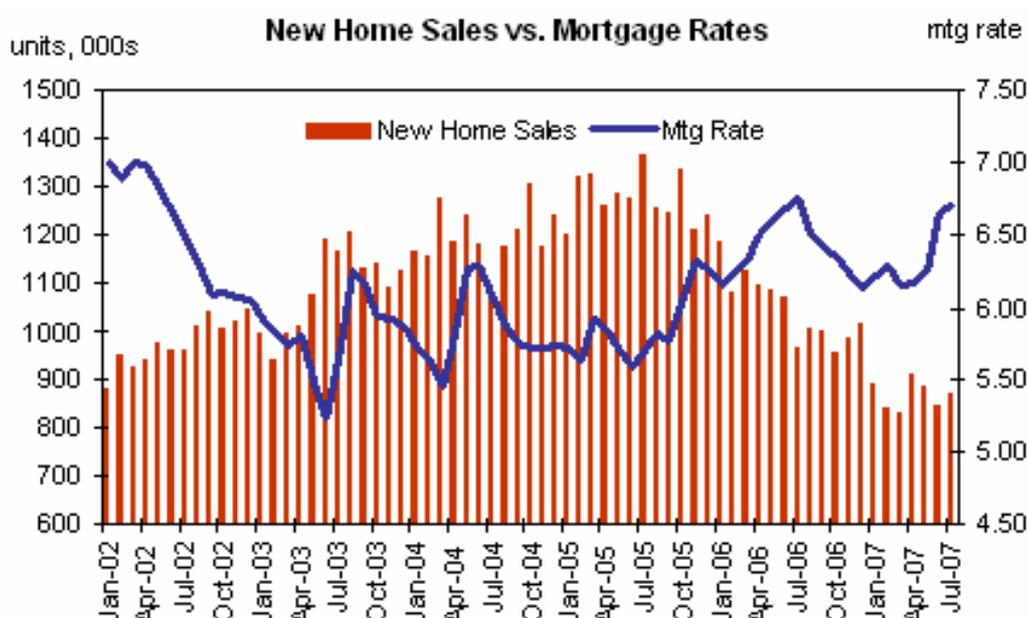
É possível perceber que os mercados acionários dos países emergentes já retomaram a sua tendência de alta, ultrapassando os níveis pré-crise imobiliária. Isto reflete uma expectativa de aumento do fluxo de caixa das empresas que compõem o mercado acionário, o que é uma evidência contra um cenário de recessão no futuro próximo.

Será que o corte nos juros do Fed foi suficiente para afastar o fantasma da recessão na economia norte-americana? Não necessariamente. Cortar os juros num período de instabilidade financeira pode gerar uma dupla interpretação. Por um lado, o banco central dá sinais de que atuará como “emprestador em última instância” no caso de a situação no mercado financeiro piorar, fator que provoca uma maior exposição ao risco por parte dos agentes, um aumento do risco moral e do risco sistêmico. A idéia é que crises fazem parte do show e, de certo modo, são até saudáveis, uma vez que eliminam as posições exageradamente expostas aos riscos e colocam rédeas sobre a famosa alavancagem

Por outro lado, a atitude de reduzir os juros com vistas a afastar o pânico dos mercados financeiros – conhecida como princípio de Thornton – ajuda a reduzir a possibilidade de um contágio do lado financeiro para o lado real da economia. Passada a tempestade, deve-se liquidar as instituições e as posições financeiras mais frágeis para então a economia retomar a sua trajetória de normal de crescimento.

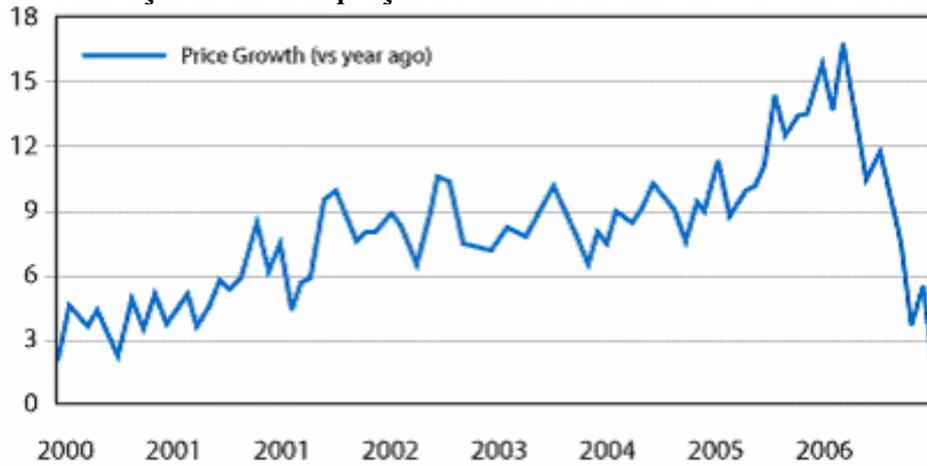
Embora os prejuízos ainda não estejam registrados nos balancetes das instituições financeiras, ao que tudo indica, a incerteza parece, aos poucos, ir cedendo espaço para a retomada da tendência de alta dos ativos dos mercados financeiros mundiais. Mas até quando durará este movimento de alta? Seu fim estaria próximo? A resposta a estas questões depende de até quando o Fed será capaz de combater crises financeiras sem gerar inflação e da disposição dos mercados em financiar os déficits gêmeos norte-americanos.

Figura 1. Relação entre vendas de novas residências e taxas de financiamentos nos EUA de 2002 a 2007



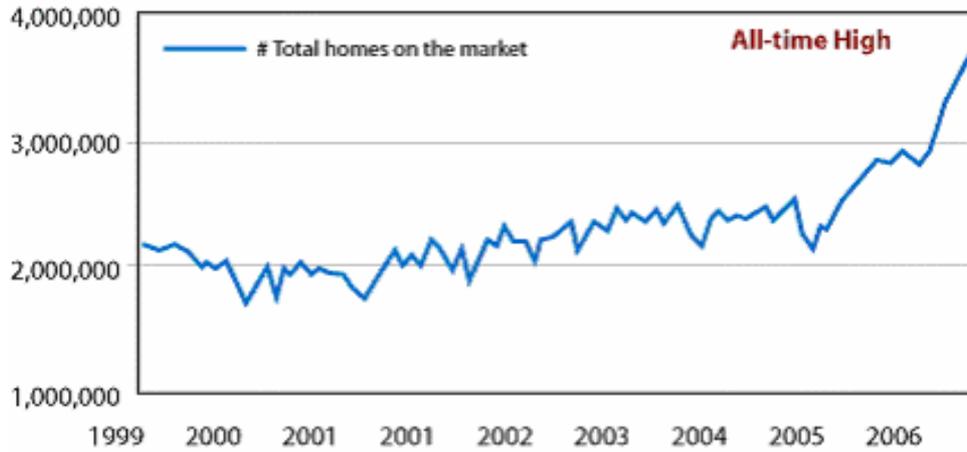
Fonte: Econoday

Figura 2. Variação anual dos preços de casas à venda nos EUA de 2000 a 2006



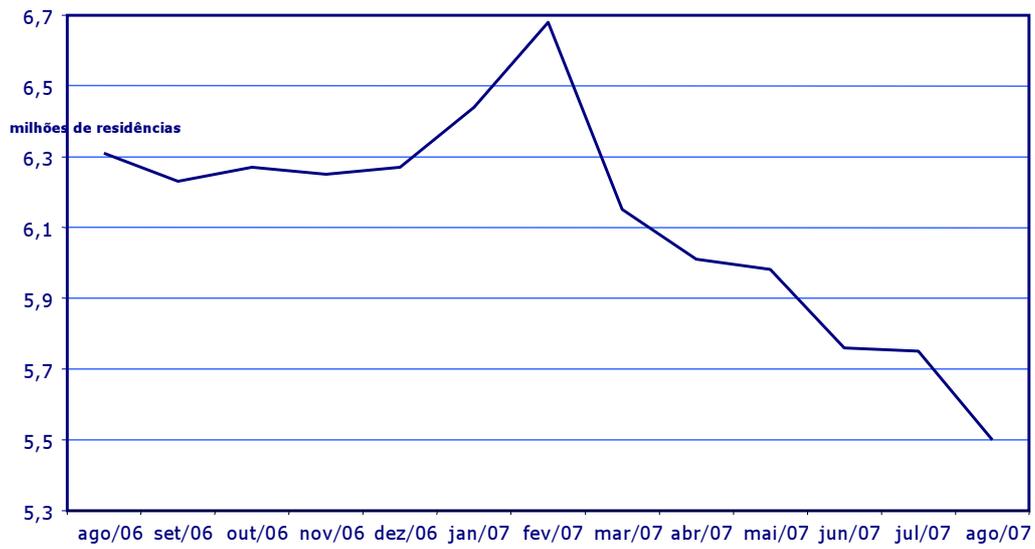
Fonte: National Association of Realtors (NAR)

Figura 3. Número de casas à venda nos EUA de 1999 a 2007



Fonte: National Association of Realtors (NAR)

**Figura 4. Vendas de casas prontas nos EUA:
Taxa anualizada - ago/06 – ago/07**



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do National Association of Realtors

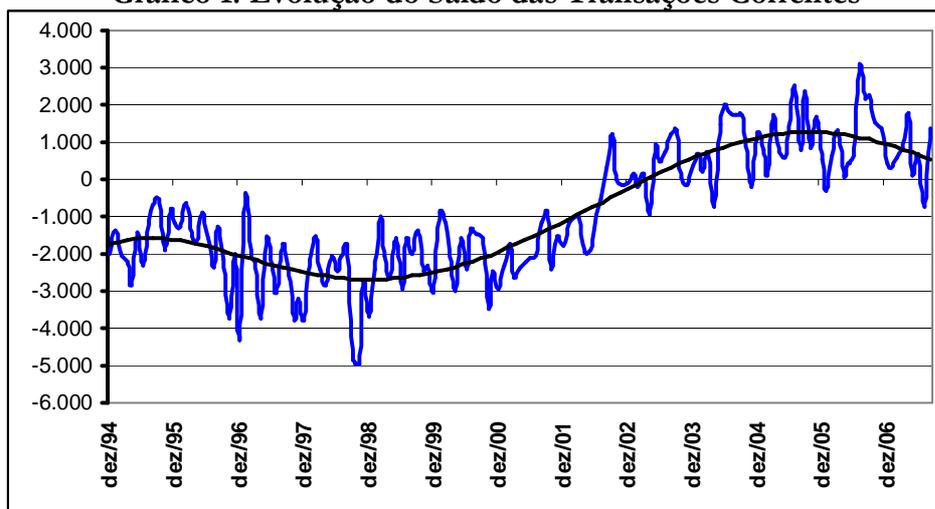
OPINIÃO

Política Monetária, Arbitragem de Juro e Câmbio

João Basílio Pereira Neto*

A combinação de política monetária com elevada taxa de juros em nível e política cambial está conduzindo o país à uma deterioração do saldo das transações correntes e ao aumento da vulnerabilidade por conta da entrada massiva de capital especulativo. Em julho o saldo das transações correntes ficou negativo em US\$ 0,717bi, atenuado pelo saldo positivo de agosto de US\$ 1,354bi, conforme dados preliminares do Bacen. No período jan-jul/2007 já entraram US\$ 18,234bi em renda fixa contra uma saldo negativo de US\$ 4,955, no mesmo período do ano passado. Embora o saldo das transações corrente seja positivo no ano, permanece a tendência estrutural de queda, conforme mostra gráfico 1, abaixo.

Gráfico 1. Evolução do Saldo das Transações Correntes



Muitos analistas têm repetidamente vangloriado o setor exportador brasileiro, por ser capaz de manter a performance exportadora. Dois fatos adicionais devem ser contrastados com este otimismo superficial. O primeiro é que o crescimento das exportações está baseado no preço e não no quantum. Os preços, até o momento, foram determinados por conjuntura internacional favorável. Se houver, como parece ser o caso, redução do ritmo de crescimento da economia mundial com uma queda nos preços de *commodities*, o desempenho em valor da

* Doutorando em Economia pela UFPR. Professor de Economia e Coordenador de Pós-Graduação em Finanças Corporativas e Mercados Financeiros na UniBrasil. Membro da equipe técnica do Boletim. Endereço eletrônico: joabasilio@unibrasil.com.br.

balança comercial será ameaçado. O segundo fato é o aumento não desprezível de US\$ 0,961bi no saldo negativo da balança de serviços e de rendas em jan-jul/2007. A trajetória atual para as transações correntes é de deterioração. Como proporção do PIB, o saldo em transações corrente caiu pela metade nos últimos 12 meses, indo de 1,28% para míseros 0,60% (tabela 1). O saldo em transações acumulado entre janeiro e julho caiu 37% em 2007 em relação ao período anterior, uma queda significativa que não pode ser ignorada. O principal motivo foi o aumento de 28% das importações e um pequeno aumento do déficit em rendas e serviços de 4,4%.

Tabela 1. Balanço de Pagamentos

Discriminação	2006*			2007*	
	Jul	Jan-Jul	Ano	Jul	Jan-Jul
Balança comercial (FOB)	5 659	25 192	46 458	3 347	23 985
Exportações	13 651	74 708	137 807	14 120	87 333
Importações	7 992	49 516	91 350	10 773	63 348
Serviços e rendas	- 2 940	- 21 746	- 37 143	- 4 456	- 22 707
Transferências unilaterais (líquido)	336	2 372	4 306	392	2 388
Transações correntes	3 055	5 819	13 621	- 717	3 666
Conta capital e financeira	845	6 612	15 982	7 024	66 836
Conta capital ^{1/}	58	488	869	67	357
Conta financeira	787	6 124	15 113	6 957	66 479
Investimento direto (líquido)	930	3 813	- 9 420	3 762	28 088
Ações	401	4 155	6 801	6 451	13 348
Títulos de Renda Fixa	- 482	- 4 955	2 773	1 120	18 234
Derivativos	12	231	383	60	208
Outros investimentos ^{2/}	- 74	2 881	14 577	- 4 435	6 599
Erros e omissões	17	- 354	965	1 345	- 1 240
Varição reservas (- = aumento)	- 3 917	- 12 077	- 30 569	- 7 652	- 69 263
Memo:					
Resultado global do balanço	3 917	12 077	30 569	7 652	69 263
Transações correntes/PIB (%)	-	0,96	1,28	-	0,60
IED/PIB (%)	-	1,47	1,76	-	4,02

1/ Inclui transferências de patrimônio.

2/ Registra créditos comerciais, empréstimos, moeda e depósitos, outros ativos e passivos e operações de regularização.

Fonte: Bacen – Indicadores Econômicos (19/09/2007)

Por traz deste desempenho está, evidentemente, o câmbio. Mas o câmbio em si não é a causa fundamental. A causa fundamental é a política monetária que, através de elevada taxas de juros em nível, cria um enorme espaço de arbitragem ao quebrar a “paridade internacional da taxa de juros”, permitindo e estimulando um enorme fluxo de capitais especulativos em direção ao Brasil.

A teoria macroeconômica para economias abertas com mobilidades de capitais estabelece que a taxa interna real de juros deva ser igual à taxa real de juros internacional mais

um prêmio de risco para que o câmbio seja estável. O nível em que se encontra a taxa real de juros é, sabidamente, o mais alto do mundo e muito longe, portanto, de uma “condição de equilíbrio” com prêmio de risco embutido. Daí a apreciação exagerada do câmbio. A questão crucial do momento é que a redução lenta e gradativa dos juros nos últimos anos não foi suficiente para eliminar o enorme espaço de arbitragem existente entre a bondosa política monetária do BACEN e os interesses arbitradores. A teoria não tem funcionado em sua plenitude no Brasil.

Atente o leitor ao fato de que a existência de agentes arbitradores no mercado pode ser benéfica, na medida em que força as políticas monetárias garantirem a “condição de paridade da taxa de juros”, a fim de que haja estabilidade no câmbio. A arbitragem equaliza as taxas de juros internacionais. O rompimento da paridade, no caso de manutenção da Selic em níveis internacionalmente elevados, irá aumentar a rentabilidade dos investimentos especulativos, adicionando mais retorno ao retorno existente, pois irá estimular uma valorização cambial, o que atrairá mais dólares e mais apreciação, num ciclo favorável ao arbitrador e prejudicial ao país. A política monetária está desprezando uma parte essencial da teoria macroeconômica ao relegar o problema da paridade da taxa de juros.

A discussão sobre câmbio deve, portanto, ser precedida de uma avaliação da política monetária, a grande responsável pela maior valorização da moeda em relação ao dólar do mundo. É fato que o dólar está se desvalorizando mundialmente. Mas em nenhum outro país a moeda nacional tem se valorizado tanto quanto no Brasil e a causa disso é, na maior parte, a política monetária de juros altos em nível. É interessante notar que o próprio EUA não faz nenhuma cerimônia em desvalorizar sua moeda como meio equilibrar seu balanço de pagamentos. O mesmo faz a China e asiáticos para exportarem mais. Apenas aqui nos trópicos competir via câmbio parece ser uma heresia econômica.

A política monetária é a principal responsável pela deterioração do saldo das transações correntes, que reflete o lado real da economia, e pelo aumento da vulnerabilidade intrínseca da conta financeira, por estimular a entrada massiva de capital especulativo. Há um aumento de vulnerabilidade intrínseca, pois mesmo que o saldo financeiro de US\$ 66.836 bi seja maior que um possível saldo negativo nas trocas correntes, dando garantias de cobertura, é um tipo de cobertura altamente volátil. Além do que a cobertura global baseada em fluxos financeiros é uma estratégia míope, pois desarticula o equilíbrio estrutural vindo do setor real (em transações correntes). Em síntese, a política monetária conduz a uma troca de equilíbrio externo baseado em transações correntes, destruindo capacidade interna de produção, em

nome de um equilíbrio baseado em fluxos de capital especulativo, com aumento de vulnerabilidade intrínseca ao tipo de capital que entra no país.

Esta troca das condições de equilíbrio externo por ser constatada pelo crescimento expressivo da conta financeira em ações e renda fixa (tabela1). Boa parte do lastro de renda fixa são papéis do governo influenciados pela Selic. A taxa de juros elevada cria um enorme espaço de arbitragem por quebrar “condição de paridade da taxa de juros”. Isto permite que os investidores nacionais e internacionais emprestem recursos baratos fora do país e apliquem em títulos públicos e privados brasileiros, que pagam juros desproporcionalmente maiores, aproveitando o diferencial de taxas. A atual política monetária amplia enormemente a oferta de dólares, que já é alta por conta de um aumento no investimento estrangeiro direto, o qual aumentou de US\$ 3,813 no período jan-jul/2006 para US\$ 28,088 bi em jan-jul/2007.

A estratégia da política econômica brasileira para o equilíbrio das contas externas, baseada em preços de commodities (que garante aumentos no montante das exportações) e entrada de capital especulativo, é arriscada e insustentável. A rentabilidade alta garantida pela taxa básica de juros, ao atrair capital especulativo, força uma valorização da moeda nacional, o que por sua vez aumenta ainda mais a rentabilidade dos investimentos especulativos, atraindo mais capital. O ciclo de valorização cambial é acionado novamente, de forma que há um ganho excedente no circuito financeiro com correlata perda de dinamismo no setor real. Os arbitadores montam posições futuras compradas, apostando em mais valorização, de forma que os mercados derivativos amplificam o problema. Os fluxos de investimentos especulativos (arbitadores de taxas de juros) devem ser desestimulados, e para isso é necessário garantir a “paridade das taxas de juros” através da redução da Selic, cujo nível é muito alto para o padrão internacional. Observe-se que não estamos defendendo, em nenhum momento, a eliminação dos fluxos arbitadores, pois sua existência é um importante para manutenção de liquidez que serve de base para os agentes que precisam fazer *hedge* por questões operacionais. A diferença entre remédio e o veneno é a dose.

Mais do que qualquer outro determinante, o câmbio hoje é reflexo da política de juros. Esta em discussão, no país, várias propostas de políticas econômicas que poderiam reverter a tendência de valorização cambial como, por exemplo, estimular o investimento brasileiro no exterior como fonte de demanda de câmbio. Ajuda, mas não resolve. Estas estratégias têm seu valor e ajudam, mas não serão suficientes para anular o efeito da quebra da paridade internacional dos juros. O equilíbrio internacional entre juros internos e externos é urgente e necessário, pois a aproximação da classificação do país com “*investment grade*”, por

vir em breve, tende a deteriorar ainda mais o valorizado câmbio brasileiro. É preciso recuperar o terreno do diferencial dos juros enquanto há tempo, mas essa não parece ser a preocupação principal das autoridades monetárias, atualmente concentrada em controle de preços.

Não temos inflação de demanda no país, o choque de preços agrícola já passou e o problema do aquecimento da demanda é causado por crédito no consumo. Este pode ser desestimulado por medidas que afetam o equilíbrio microeconômico de oferta e demanda de crédito no segmento de crédito à PF e PJ de curto prazo, como, por exemplo, aumentar o custo de captação via IOF ou compulsórios específicos. Isto altera a estrutura dos ativos (aplicações) e passivos (captações) do sistema financeiro. Ou seja, há espaço para convergir a taxa de nominal interna de juros para 8 ou 9%aa nos próximos meses sem perda de controle inflacionário. Na próxima reunião, a fim de não aumentar o fosso da paridade internacional taxa de juros, o Copom precisa acompanhar o FED, reduzindo a selic em 0,5 pontos percentuais.

Em permanecendo a atual visão restrita a preços da política monetária, em que a única variável de controle é a taxa básica de juros (o remédio universal para todos os males inflacionários), o setor industrial e os trabalhadores deverão se preparar para câmbios mais valorizados e seus efeitos deletérios. A melhor maneira de atenuar a pressão cambial é fazer com que a política monetária dos próximos meses se volte à eliminação do espaço de arbitragem das taxas de juros.

INDICADORES ECONÔMICOS

Índice de Preços

Período	IPC/FIPE			IPCA			
	Mensal	No ano	Em 12 meses	Mensal	No ano	Em 12 meses	
2004	Jan.	0,64	0,64	6,54	0,76	0,76	7,71
	Fev.	0,18	0,84	5,05	0,61	1,37	6,69
	Mar.	0,11	0,96	4,47	0,47	1,85	5,89
	Abr.	0,29	1,26	4,18	0,37	2,23	5,26
	Mai	0,57	1,83	4,45	0,51	2,75	5,15
	Jun.	0,92	2,77	5,58	0,71	3,48	6,06
	Jul.	0,58	3,38	6,29	0,91	4,42	6,81
	Ago.	0,98	4,4	6,67	0,69	5,14	7,18
	Set.	0,21	4,62	6,00	0,33	5,49	6,70
	Out.	0,62	5,27	5,99	0,44	5,95	6,86
	Nov.	0,55	5,86	6,3	0,69	6,68	7,24
	Dez.	0,67	6,57	6,57	0,86	7,60	7,60
2005	Jan.	0,56	0,56	6,47	0,58	0,58	7,41
	Fev.	0,36	0,92	6,65	0,59	1,17	7,39
	Mar.	0,79	1,72	7,36	0,61	1,79	7,54
	Abr.	0,83	2,56	7,94	0,87	2,68	8,07
	Mai	0,35	2,92	7,71	0,49	3,18	8,05
	Jun.	-0,20	2,72	6,51	-0,02	3,16	7,27
	Jul.	0,30	3,02	6,20	0,25	3,42	6,57
	Ago.	-0,20	2,82	4,95	0,17	3,59	6,02
	Set.	0,44	3,27	5,19	0,35	3,95	6,04
	Out.	0,63	3,92	5,20	0,75	4,73	6,36
	Nov.	0,29	4,22	4,92	0,55	5,31	6,22
	Dez.	0,29	4,53	4,53	0,36	5,69	5,69
2006	Jan.	0,50	0,50	4,46	0,59	0,59	5,70
	Fev.	-0,03	0,47	4,06	0,41	1,00	5,51
	Mar.	0,14	0,61	3,40	0,43	1,44	5,32
	Abr.	0,01	0,62	2,57	0,21	1,65	4,63
	Mai	-0,22	0,40	1,97	0,1	1,75	4,23
	Jun.	-0,31	0,10	1,86	-0,21	1,54	4,03
	Jul.	0,21	0,31	1,76	0,19	1,73	3,97
	Ago.	0,12	0,43	2,09	0,05	1,78	3,84
	Set.	0,24	0,68	1,90	0,21	2,00	3,7
	Out.	0,38	1,06	1,65	0,33	2,33	3,26
	Nov.	0,41	1,48	1,78	0,31	2,65	3,02
	Dez.	1,04	2,55	2,55	0,48	3,14	3,14
2007	jan.	0,66	0,66	2,71	0,44	0,44	2,99
	Fev.	0,33	0,99	3,08	0,44	0,88	3,02
	Mar.	0,11	1,10	3,05	0,37	1,26	2,96
	Abr.	0,33	1,44	3,38	0,25	1,51	3,00
	Mai	0,36	1,80	3,98	0,28	1,79	3,18
	Jun.	0,55	1,99	4,18	0,28	1,79	3,18
	Jul.	0,27	1,71	3,89	0,24	1,75	3,14
	Ago.	0,07	1,51	3,68	0,47	1,99	3,38
	Set.	nd	nd	nd	nd	nd	nd

Fonte: IPEA, FIPE, IBGE

Período	IGP-M			IGP-DI			
	Mensal	No ano	Em 12 meses	Mensal	No ano	Em 12 meses	
2004	Jan.	0,88	0,88	7,17	0,75	0,75	4,75
	Fev.	0,69	1,58	5,5	1,42	2,18	4,45
	Mar.	1,13	2,72	5,08	1,09	3,29	3,59
	Abr.	1,21	3,97	5,38	1,57	4,92	5,14
	Mai	1,31	5,33	7,04	1,71	6,71	8,76
	Jun.	1,38	6,78	9,61	1,57	8,39	11,76
	Jul.	1,31	8,18	11,51	1,35	9,85	13,95
	Ago.	1,22	9,50	12,44	1,59	11,60	14,94
	Set.	0,69	10,26	11,90	0,65	12,32	14,22
	Out.	0,39	10,69	11,91	0,61	13,01	14,35
	Nov.	0,82	11,59	12,28	1,00	14,14	14,97
	Dez.	0,74	12,42	12,42	0,48	14,68	14,68
2005	Jan.	0,39	0,39	11,87	0,33	0,33	14,20
	Fev.	0,30	0,69	11,44	0,40	0,73	13,05
	Mar.	0,85	1,55	11,13	0,99	1,73	12,94
	Abr.	0,86	2,42	10,75	0,51	2,25	11,76
	Mai	-0,22	2,20	9,08	-0,25	1,99	9,61
	Jun.	-0,44	1,75	7,12	-0,45	1,53	7,43
	Jul.	-0,34	1,40	5,37	-0,40	1,13	5,57
	Ago.	-0,65	0,74	3,43	-0,79	0,33	3,10
	Set.	-0,53	0,21	2,17	-0,13	0,20	2,30
	Out.	0,60	0,81	2,39	0,63	0,83	2,32
	Nov.	0,40	1,21	1,96	0,33	1,16	1,64
	Dez.	-0,01	1,20	1,20	0,07	1,23	1,23
2006	Jan.	0,92	0,92	1,74	0,72	0,72	1,62
	Fev.	0,01	0,93	1,44	-0,06	0,66	1,16
	Mar.	-0,23	0,70	0,35	-0,45	0,21	-0,29
	Abr.	-0,42	0,28	-0,92	0,02	0,23	-0,77
	Mai	0,38	0,66	-0,32	0,38	0,61	-0,15
	Jun.	0,75	1,41	0,87	0,67	1,28	0,98
	Jul.	0,18	1,59	1,39	0,17	1,45	1,56
	Ago.	0,37	1,97	2,44	0,41	1,87	2,78
	Set.	0,29	2,27	3,28	0,24	2,11	3,17
	Out.	0,47	2,75	3,15	0,81	2,94	3,35
	Nov.	0,75	3,52	3,51	0,57	3,53	3,60
	Dez.	0,32	3,85	3,85	0,26	3,80	3,79
2007	jan.	0,50	0,50	4,03	0,43	0,43	3,97
	Fev.	0,27	0,77	3,18	0,23	0,66	3,29
	Mar.	0,34	1,11	4,38	0,22	0,88	4,26
	Abr.	0,04	1,15	3,46	0,14	1,02	3,90
	Mai	0,04	1,19	4,86	0,16	1,19	4,41
	Jun.	0,26	1,42	5,09	0,26	1,45	3,78
	Jul.	0,28	1,44	5,11	0,37	1,56	3,89
	Ago.	0,98	2,15	5,84	1,39	2,86	5,15
	Set.	1,29	2,50	4,40	nd	nd	nd

Fonte: FGV, FIPE, IBGE

Índice de Confiança do Consumidor (ICC)

Período	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007 ¹
1º Trimestre	119,39	105,52	105,09	115,79	146,37	136,14	132,33
2º Trimestre	87,86	92,24	117,95	117,67	133,06	135,48	128,56
3º Trimestre	101,9	107,78	109,77	128,81	109,53	131,61	130,57
4º Trimestre	96,14	114,7	118,92	141,07	131,34	131,46	nd

Fonte: fecomercio SP.

Nota: (1) Valor contabilizado até Setembro de 2007.

Índice de Confiança do Empresário Industrial - Geral (ICEI)

Período	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007 ¹
1º Trimestre	65,3	59,9	58,9	62,4	64,9	57,2	59
2º Trimestre	60,7	58,9	57,2	56,3	55,8	55	nd
3º Trimestre	48	48,5	51,9	60,7	50,7	52,9	nd
4º Trimestre	47,3	49,5	55,8	63,8	52,7	55	nd

Fonte: CNI.

Nota: (1) Valor contabilizado até Março de 2007.

Índice de Volume de Vendas Reais no Varejo

Período	Total ¹	Veículos, Motos, Partes e Peças - índice com ajuste sazonal	
2005	Jan.	112,21	121,94
	Fev.	110,73	115,01
	Mar.	111,99	117,02
	Abr.	112,27	115,77
	Mai	113,55	116,94
	Jun.	114,77	119,5
	Jul.	115,18	119,07
	Ago.	115,32	121,3
	Set.	115,29	118,46
	Out.	115,58	117,68
	Nov.	115,94	121,58
	Dez.	118,66	131,38
2006	Jan.	120,93	118,74
	Fev.	118,08	118,49
	Mar.	118,16	121,26
	Abr.	119,8	122,32
	Mai	120,06	125,26
	Jun.	119,96	121,64
	Jul.	119,26	132,36
	Ago.	122,3	133,35
	Set.	124,53	133,51
	Out.	125,06	134,67
	Nov.	125,66	136,06
	Dez.	125,06	138,86
2007	Jan.	121,49	133,48
	Fev.	112,29	141,28
	Mar.	127,85	149,65
	Abr.	124,6	151,32
	Mai	133,3	151,2
	Jun.	128	155,8
	Jul.	127,9	156,7

Fonte: Pesquisa Mensal do Comércio (IBGE).

Nota: (1) Exceto o comércio de veículos, motocicletas, partes e peças (2003=100).

Contas Nacionais

Ano	Consumo Final (%)	FBKF (%)	Investimento(1)	PIB(2)	PIB* R\$ (milhões)
2000	3,24	4,46	19,29	4,36	1.101.255
2001	0,63	1,06	19,47	1,31	1.198.736
2002	0,05	-4,16	18,32	1,93	1.346.027
2003	-0,76	-5,13	17,78	0,54	1.556.182
2004	3,04	10,92	19,58	4,94	1.766.621
2005	2,74	1,61	19,93	2,28	1.937.598
2006	3,33	6,26	16,8	3,7	2.322.818

Fonte: Sistema de Contas Nacionais (IBGE).

Nota: (1) Taxa de investimento (preços correntes) como percentual do PIB.

(2) Taxa de crescimento do PIB real (variação percentual); primeiro trimestre.

(*) Valores referentes ao primeiro trimestre; nova metodologia.

Consumo

Período	Total	Famílias	Administração Pública
2000	79,97	60,9	19,06
2001	79,79	60,54	19,25
2002	78,17	58,04	20,13
2003	76,64	56,74	19,9
2004	74,02	55,2	18,81
2005	75,05	55,5	19,55
2006	80,26	60,33	19,93
2007	80,93	60,23	18,3

Fonte: IBGE/SCN

Nota: valores apresentados em % do PIB. O ano de 2007 refere-se ao 2º tri.

Finanças Públicas

Descrição	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007 ^(a)
DLSP ¹ – Total	48,78	52,63	55,5	57,18	51,67	51,62	50,00	43,1
DLSP ² – Externa	9,64	10,42	14,28	11,68	7,50	2,59	-2,90	-9,00
DLSP ³ – Interna	39,14	42,21	41,21	45,51	44,17	49,03	52,90	52,1
Necessidade Financ. do Set. Público ⁴	7,10	7,20	8,34	9,36	7,27	8,11	7,66	6,47
Superávit Primário ⁵	3,50	3,70	4,01	4,27	4,63	4,83	4,32	4,21
Déficit Nominal ⁶	3,59	3,50	4,33	5,09	2,64	3,28	3,35	2,26

Fonte: Banco Central.

Notas: a- valores contabilizados até Agosto de 2007, nova metodologia.

1- Dívida Líquida do Setor Público (% PIB) - Total - Setor público consolidado - % - M.

2- Dívida Líquida do Setor Público (% PIB) - Externa - Setor público consolidado - % - M.

3- Dívida Líquida do Setor Público (% PIB) - Interna - Setor público consolidado - % - M.

4- NFSP c/ desv. cambial (% PIB) - Acumulado em 12 meses - Juros nominais - Set. público consolidado - %

5- NFSP c/ desv. cambial (% PIB) - Acumulado em 12 meses - Resultado primário - Set. público consolidado %

6- NFSP s/ desv. cambial (% PIB) - Acumulado em 12 meses - Resultado nominal - Set. público consolidado

Receitas e Despesas*

Descrição	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007 ^(a)
Receita Total	270.441	320.056	356.656	419.615	488.375	543.251	395.020
Receitas do Tesouro	207.548	248.601	274.933	324.614	378.546	418.162	308.520
Receita Bruta	213.875	257.288	287.515	338.336	392.438	431.423	315.248
(-) Restituições	-6.096	-8.437	-12.392	-13.722	-13.884	-13.260	-6.727
(-) Incentivos Fiscais	-230	-249	-190	0	-7	0	0
Receitas da Previdência	62.491	71.027	80.730	93.765	108.434	123.520	85.715
Receitas do BCB	400	427	993	1.236	1.394	1.569	785,10
Transferências ⁽¹⁾	46.024	56.139	60.226	67.557	83.936	92.779	68.567
Receita Líquida Total ⁽²⁾	224.416	263.916	296.430	352.057	404.438	450.471	326.453
Despesa Total	202.679	232.204	257.141	302.689	351.840	400.669	275.114
Pessoal e Encargos Sociais	62.494	71.091	75.842	83.656	92.230	105.030	75.129
Benefícios Previdenciários	75.328	88.026	107.134	125.750	146.010	165.585	112.298
Custeio e Capital	63.764	71.881	72.451	91.088	111.340	127.617	86.173
Transf. do Tesouro ao BCB	0	0	525	622	552	695,4	276,3
Despesas do BCB	1.092	1.204	1.187	1.572	1.706	1.740	1.236

Fonte: Tesouro Nacional.

Notas: (*) em milhões de R\$; (a) Dados preliminares contabilizados até Agosto de 2007.

(1) Transferências concedidas aos Estados e Municípios.

(2) Receita Total menos Transferências.

Atividade Industrial

Período	Bens de capital	Bens intermediários	Bens de consumo duráveis	Bens de con. não-duráveis	Indústria de transformação	Capacidade Instalada (%)	
2005	Jan.	124,46	110,63	130,06	104,22	95,64	81,24
	Fev.	122,64	110,11	132,58	104,87	110,65	81,52
	Mar.	122,47	109,33	134,27	105,15	108,63	82,98
	Abr.	121,82	109,58	137,9	103,77	113,46	82,41
	Maió	124,14	110,29	139,49	104,12	114,24	82,71
	Jun.	127,09	111,56	145,28	104,54	112,68	82,47
	Jul.	128,08	111,49	148,25	104,85	120,05	81,56
	Ago.	128,75	111,42	148,26	105,57	115,54	82,20
	Set.	127,79	110,74	140,3	104,45	117,39	81,50
	Out.	127,87	110,85	136,19	103,76	117,16	81,97
	Nov.	128,37	110,75	132,61	103,24	108,62	82,14
	Dez.	129,67	111,04	140,64	104,87	103,5	80,27
2006	Jan.	131,05	111,5	144,52	106,12	100,42	80,10
	Fev.	131,66	111,77	153,43	107,46	116,06	80,60
	Mar.	129,81	111,79	150,77	107,12	106,34	82,10
	Abr.	129,76	111,65	152,15	107,5	118,81	80,30
	Maió	129,93	112,64	148,89	107,2	113,5	82,80
	Jun.	130,81	112,86	148,68	107,61	116,41	82,40
	Jul.	132,28	113,58	147,75	107,75	123,79	81,80
	Ago.	133,95	113,74	147,92	107,55	117,18	82,90
	Set.	135,26	113,73	146,43	107,55	123,22	82,50
	Out.	135,76	113,22	146,46	107,47	121,7	82,80
	Nov.	135,86	113,03	145,57	107,38	108,46	82,70
	Dez.	139,82	113,72	146,73	107,75	108,14	80,10
2007	Jan.	144,78	114,38	147,47	107,61	108,14	79,90
	Fev.	148,62	114,55	149,22	108,3	103,22	80,28
	Mar.	149,53	115,75	153,26	108,09	120,43	81,99
	Abr.	148,74	116,39	154,35	108,83	112,69	81,68
	Maió	151,66	117,07	155,63	109,79	120,05	83,25
	Jun.	154,77	117,6	157,83	111,62	121,42	82,40
	Jul.	157,07	118,11	160,42	111,82	120,59	82,50

Fonte: Pesquisa Industrial Mensal (IBGE).

Nota: Índice (média 2002=100) com ajuste sazonal.

Carga de energia SIN - GWh

Período	2004	2005	2006	2007
Jan	31.489,03	33.722,22	35.486,04	36.590,42
Fev	29.747,77	30.971,83	32.799,81	33.585,69
Mar	32.945,83	35.206,36	36.713,42	38.691,68
Abr	31.592,78	33.903,30	33.576,28	36.099,68
Mai	31.787,27	33.353,77	34.244,54	35.999,66
Jun	30.693,72	32.281,44	33.164,09	34.408,62
Jul	31.812,19	32.570,36	34.363,48	35.671,96
Ago	32.385,03	33.845,85	35.479,98	36.597,02
Set	32.498,75	32.694,79	33.847,68	n.d.
Out	33.079,93	34.485,42	35.448,84	n.d.
Nov	32.478,67	33.156,03	34.728,92	n.d.
Dez	33.408,28	34.215,47	36.006,62	n.d.

Fonte: Operador Nacional do Sistema Elétrico

Taxa de Desemprego

Período	2004		2005		2006		2007	
	Média ¹	RMC ²						
Jan.	11,7	7,1	10,2	7,7	9,2	7,2	9,3	5,6
Fev.	12	7,5	10,6	8,7	10,1	7,9	9,9	6,6
Mar.	12,8	8,9	10,8	8,5	10,4	8,2	10,1	7,1
Abr.	13,1	8,2	10,8	8,2	10,4	8,7	10,1	6,4
Mai	12,2	8,4	10,2	8,1	10,2	7,6	10,1	nd
Jun.	11,7	8,7	9,4	7,9	10,4	6,8	9,7	nd
Jul.	11,2	8,9	9,4	7,6	10,7	6,7	9,5	nd
Ago.	11,4	8,2	9,4	7,6	10,6	6,4	9,5	nd
Set.	10,9	7,9	9,6	7,0	10	6,4	nd	nd
Out.	10,5	8,4	9,6	6,5	9,8	5,7	nd	nd
Nov.	10,6	8	9,6	5,1	9,5	5,9	nd	nd
Dez.	9,6	7,2	8,3	5,5	8,4	5,6	nd	nd

Fonte: IBGE/PME; Instituto Paranaense de Desenvolvimento Econômico e Social (IparDES).

Nota: ¹ Média do índice em Recife, Salvador, Belo Horizonte, Rio de Janeiro, São Paulo e Porto Alegre.

Nota: ² RMC - Região Metropolitana de Curitiba.

Pessoal Ocupado e Rendimentos

Período	Pessoal Ocupado (mil)	Rendimento Médio Real (R\$)	Massa Salarial (milhões)	
2005	Jan.	19.496	991,87	18.402
	Fev.	19.430	997	18.519
	Mar.	19.559	981,72	18.503
	Abr.	19.581	965,66	18.417
	Maio	19.823	969,19	18.877
	Jun.	19.834	997,6	19.419
	Jul.	19.815	1.004,77	19.518
	Ago.	19.896	1.003,45	19.540
	Set.	20.071	993,79	19.557
	Out.	20.081	1.001,37	19.816
	Nov.	20.131	1.114,89	22.227
	Dez.	20.238	1.205,79	24.255
2006	Jan.	20.006	1.018,86	21.025
	Fev.	19.922	1.017,82	20.940
	Mar.	19.929	1.023,90	20.953
	Abr.	19.974	1.036,37	21.010
	Maio	19.974	1.043,61	21.018
	Jun.	20.144	1.032,90	21.177
	Jul.	20.229	1.028,50	21.258
	Ago.	20.455	1.036,20	21.491
	Set.	20.699	1.030,20	21.729
	Out.	20.661	1.046,50	21.708
	Nov.	20.731	1.056,60	21.788
	Dez.	20.759	1.081,48	21.824
2007	Jan.	20.518	1.106,52	21.954
	Fev.	20.427	1.127,78	nd
	Mar.	20.569	1.127,40	nd
	Abr.	20.501	1.130,33	nd
	Maio	20.522	1.133,66	nd
	Jun.	20.790	1.128,12	nd
	Jul.	20.832	1.114,63	nd
	Ago.	21.049	1.109,40	nd

Fonte: IBGE.

Taxa de Juros

	Mês	Meta Selic	Selic efetiva
2005	Jan.	18,25	18,25
	Fev.	18,75	18,75
	Mar.	19,25	19,24
	Abr.	19,5	19,51
	Mai	19,75	19,75
	Jun.	19,75	19,73
	Jul.	19,75	19,75
	Ago.	19,75	19,74
	Set.	19,5	19,48
	Out.	19	18,98
	Nov.	18,5	18,49
	Dez.	18	18
2006	Jan.	17,25	17,26
	Fev.	17,25	17,26
	Mar.	16,5	16,5
	Abr.	15,75	15,72
	Mai	15,75	15,72
	Jun.	15,25	15,18
	Jul.	14,75	14,67
	Ago.	14,75	14,67
	Set.	14,25	13,19
	Out.	13,75	13,68
	Nov.	13,25	13,18
	Dez.	13,25	13,19
2007	Jan.	13	12,93
	Fev.	13	12,93
	Mar.	12,75	12,68
	Abr.	12,5	12,43
	Mai	12,5	12,43
	Jun.	12	11,93
	Jul.	11,5	11,43
	Ago.	11,5	11,43
	Set.	11,25	11,18

Fonte: Banco Central do Brasil.

Reservas Internacionais

	Mês	US\$ milhões	Varição (%)
2005	Jan.	54.022	2,05
	Fev.	59.017	9,25
	Mar.	61.960	4,99
	Abr.	61.591	-0,6
	Mai	60.709	-1,43
	Jun.	59.885	-1,36
	Jul.	54.688	-8,68
	Ago.	55.076	0,71
	Set.	57.008	3,51
	Out.	60.245	5,68
	Nov.	64.277	6,69
	Dez.	53.799	-16,3
2006	Jan.	56.924	5,81
	Fev.	57.415	0,86
	Mar.	59.824	4,20
	Abr.	56.552	-5,47
	Mai	63.381	12,08
	Jun.	62.670	-1,12
	Jul.	66.819	6,62
	Ago.	71.478	6,97
	Set.	73.393	2,68
	Out.	78.171	6,51
	Nov.	83.114	6,32
	Dez.	85.670	3,08
2007	Jan.	91.086	6,32
	Fev.	100.360	10,18
	Mar.	109.517	9,12
	Abr.	121.830	11,24
	Mai	136.419	11,97
	Jun.	145.501	6,66
	Jul.	155.910	7,15
	Ago.	161.097	3,33
	Set.	162.962	1,16

Fonte: Banco Central do Brasil.

Setor Externo

Mês	Balança Comercial			Transações Correntes		
	Exportações (FOB) ¹	Importações (FOB) ¹	Saldo ¹	Saldo Transações Correntes ¹	Em % do PIB em 12 meses	
2004	Jan.	5.799	4.214	1.585	689	0,91
	Fev.	5.721	3.756	1.965	207	0,98
	Mar.	7.927	5.343	2.583	761	1,07
	Abr.	6.589	4.630	1.958	-749	1,09
	Mai	7.941	4.829	3.111	1.483	1,19
	Jun.	9.327	5.528	3.798	2.020	1,44
	Jul.	8.992	5.526	3.466	1.807	1,61
	Ago.	9.056	5.622	3.434	1.750	1,68
	Set.	8.922	5.750	3.172	1.749	1,72
	Out.	8.843	5.838	3.004	1.033	1,86
	Nov.	8.159	6.081	2.077	-222	1,82
	Dez.	9.194	5.685	3.508	1.207	1,94
Total	96.470	62.802	33.661	11.735	-	
2005	Jan.	7.444	5.260	2.184	821	1,93
	Fev.	7.756	4.971	2.784	134	1,88
	Mar.	9.250	5.904	3.345	1.748	2
	Abr.	9.201	5.330	3.871	711	2,19
	Mai	9.818	6.367	3.451	615	2,01
	Jun.	10.206	6.176	4.030	1.252	1,86
	Jul.	11.061	6.049	5.011	2.591	1,94
	Ago.	11.346	7.687	3.659	806	1,7
	Set.	10.634	6.308	4.326	2.393	1,75
	Out.	9.903	6.220	3.682	880	1,69
	Nov.	10.789	6.700	4.089	1.733	1,91
	Dez.	10.896	6.550	4.345	569	1,79
Total	118.304	73.522	44.777	14.253	-	
2006	Jan.	9.270	6.426	2.843	-308	1,59
	Fev.	8.750	5.928	2.821	647	1,63
	Mar.	11.366	7.686	3.680	1.278	1,55
	Abr.	9.803	6.707	3.097	117	1,46
	Mai	10.275	7.272	3.027	441	1,42
	Jun.	11.435	7.364	4.082	618	1,32
	Jul.	13.622	7.989	5.636	3.030	1,36
	Ago.	13.642	9.129	4.514	2.171	1,49
	Set.	12.548	8.121	4.426	2.279	1,46
	Out.	12.661	8.744	3.916	1.500	1,50
	Nov.	11.866	8.672	3.194	1.367	1,45
	Dez.	12.235	7.223	5.012	388	1,41
Total	137.473	91.261	46.248	13.528	-	
2007	Jan.	10.963	8.470	2.493	325	1,47
	Fev.	10.104	7.226	2.878	593	1,46
	Mar.	12.889	9.532	3.357	817	1,23
	Abr.	12.449	8.246	4.203	1.812	1,38
	Mai	13.648	9.780	3.868	117	1,34
	Jun.	13.118	9.303	3.815	696	1,33
	Jul.	14.120	10.773	3.347	-717	0,99
	Ago.	15.100	11.566	3.534	1.354	0,90
	Set.	14.166	10.695	3.471	nd	nd

Fonte: Banco Central do Brasil (BCB).

Nota: (1) em US\$ milhões

Taxa de Câmbio

Período	Taxa de câmbio real efetiva		
	IPA-OG	INPC	
2004	Jan.	100,47	120,31
	Fev.	102,15	123,57
	Mar.	99,76	121,3
	Abr.	98,42	121,05
	Maio	103,51	128,95
	Jun.	104,13	131,12
	Jul.	100,63	127,5
	Ago.	98,26	125,83
	Set.	94,67	121,82
	Out.	94,66	122,35
	Nov.	93,87	122
	Dez.	92,22	119,4
2005	Jan.	91,43	117,79
	Fev.	88,1	113,44
	Mar.	92,15	119,15
	Abr.	87,21	112,11
	Maio	83,28	105,27
	Jun.	81,6	102,46
	Jul.	81,14	101,15
	Ago.	82,89	102,25
	Set.	81,74	100,4
	Out.	79,82	98,25
	Nov.	77,11	94,63
	Dez.	79,34	96,85
2006	Jan.	81,99	102,59
	Fev.	78,52	97,6
	Mar.	78,94	97,12
	Abr.	79,41	97,34
	Maio	81,96	100,65
	Jun.	82,39	102,24
	Jul.	80,8	99,89
	Ago.	79,43	97,92
	Set.	78,32	96,43
	Out.	77,44	95,34
	Nov.	77,18	96,05
	Dez.	76,83	95,13
2007	Jan.	76,99	95,18
	Fev.	81,87	94,25
	Mar.	82,94	95,27
	Abr.	74,79	91,73
	Maio	74,63	91,25
	Jun.	71,50	87,23
	Jul.	70,46	86,05
	Ago.	71,50	88,51

Fonte: IPEA

Nota: Índices ponderados, base ano 2000=100

Agregados Monetários

	Período	Base monetária*	M1(1)	M2(2)	M3(3)
2004	Jan.	3,89	5,53	22,85	47,78
	Fev.	3,83	5,53	22,69	47,64
	Mar.	3,45	5,34	22,37	47,34
	Abr.	3,52	5,25	22,03	46,76
	Maió	3,51	5,33	22,49	46,64
	Jun.	3,51	5,29	22,53	46,43
	Jul.	3,72	5,25	22,49	46,33
	Ago.	3,63	5,32	22,66	46,53
	Set.	3,55	5,50	22,89	47,00
	Out.	3,56	5,46	23,03	47,19
	Nov.	3,71	5,60	23,23	47,69
	Dez	4,36	6,28	24,23	48,54
2005	Jan.	4,08	5,81	23,92	48,55
	Fev.	3,84	5,72	23,93	48,86
	Mar.	3,78	5,64	24,26	49,44
	Abr.	3,74	5,47	24,21	49,63
	Maió	3,85	5,59	24,34	50,02
	Jun.	3,80	5,66	24,79	50,64
	Jul.	3,89	5,66	25,11	51,73
	Ago.	3,86	5,66	25,46	52,40
	Set.	3,84	5,62	25,50	52,74
	Out.	3,78	5,66	25,52	52,69
	Nov.	4,01	5,93	25,76	53,26
	Dez	4,69	6,71	26,99	54,05
2006	Jan.	4,27	5,97	26,06	54,19
	Fev.	4,33	6,00	26,30	55,00
	Mar.	4,04	5,87	26,37	55,49
	Abr.	4,03	5,78	26,26	55,53
	Maió	3,86	5,86	26,62	55,83
	Jun.	4,20	5,87	26,68	55,65
	Jul.	4,16	5,88	26,62	55,98
	Ago.	4,36	5,95	26,48	56,00
	Set.	4,34	6,19	26,45	56,29
	Out.	4,27	6,20	26,59	56,40
	Nov.	4,46	6,43	27,01	57,10
	Dez	5,10	7,34	27,83	57,97
2007	Jan	4,58	6,49	26,94	58,06
	Fev.	4,36	6,37	26,82	58,32
	Mar.	4,41	6,40	26,78	58,19
	Abr.	4,69	6,41	26,93	59,04
	Maió	4,41	6,43	27,05	59,44
	Jun.	4,67	6,59	27,33	59,73
	Jul.	4,65	6,65	27,30	60,12

Nota: *base monetária em % do PIB;

(1) M1- fim de período - % PIB

(2) M2 - fim de período - conceito novo - % PIB.

(3) M3 - fim de período - conceito novo - % PIB.

Obs.: PIB - Dados segundo a reformulação conceitual e metodológica efetuada pelo Banco Central

ECONOMIA & TECNOLOGIA

Publicação do Centro de Pesquisas Econômicas (CEPEC) da Universidade Federal do Paraná (UFPR)
com o apoio do Instituto de Tecnologia do Paraná (TECPAR)



**SETOR DE CIÊNCIAS
SOCIAIS APLICADAS**
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM
DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO (PPGDE)

