

**“MELHORAR A DISTRIBUIÇÃO DA RIQUEZA ACUMULADA E  
DA RENDA COMO ESTRATÉGIAS FUNDAMENTAIS PARA  
VIABILIZAR NOVO CICLO DE DESENVOLVIMENTO  
DURADOURO E VIRTUOSO NO BRASIL”**

*César Manoel de Medeiros  
Economista – Doutor pelo IE-UFRJ  
Instituição: Banco do Brasil S/A  
Função ou Cargo: Aposentado  
março/2006*

**RESUMO**

O objetivo central deste texto é mostrar que é estratégico distribuir a riqueza (estoque) e a renda (fluxos) para garantir novo ciclo virtuoso e duradouro de desenvolvimento em seu sentido mais amplo: crescimento econômico e redução das desigualdades sociais e regionais. Não se trata de crescer com distribuição de renda e muito menos crescer para distribuir renda.

São necessários, e possíveis, significativos avanços estruturais de política econômica, inclusive mudanças de postura do BC, já a partir de 2006. O Brasil poderá crescer entre 6 a 7% segundo suas próprias potencialidades sem risco de recrudescimento da inflação desde que atinja entre 23 a 25% de formação bruta de capital fixo (taxa anual de investimento) do PIB por ano. Porém, aumentar investimentos exige redução significativa de juros reais para alcançar patamar de cerca de 3% ao ano e, principalmente, expandir o mercado interno (inclusão e distribuição de renda) e o mercado externo através de aumento da competitividade que demanda elevar a escala e modernizar a estrutura produtiva, ou seja, incrementar o mercado interno. Este texto apresenta proposições pragmáticas para o debate, considerando que melhorar a distribuição da renda e da riqueza, bem como para superar problemas de infraestrutura são, no atual estágio de desenvolvimento do Brasil, os pré-requisitos fundamentais para promover um novo ciclo de crescimento duradouro e virtuoso. Cabe chamar a atenção que as livres forças de mercado não são capazes de promover adequadamente os objetivos apontados, o que nos leva a considerar que é imprescindível o exercício de ativa coordenação de governo.

RANGEL identificou que o Brasil atravessava, em meados da década de 80, uma nova fase de dualidade básica: elevada fragilidade financeira do setor público e das empresas estatais, o que inviabilizava investir em infra-estrutura e em setores intensivos de capital, como observado entre 1950/80 e, de outra parte, excedentes financeiros crescentes gerados pelo setor privado em processo acelerado de geração de lucros. Em outras palavras: a caracterização de um pólo de antiociosidade e outro de ociosidade. O governo, e particularmente o BNDES, equivocadamente utilizaram o diagnóstico de RANGEL para implementar um processo de privatização sem quaisquer objetivos. E o mais grave: usaram recursos do FAT (Fundo de Amparo ao Trabalhador) e outros recursos fiscais e parafiscais (títulos públicos a vencer pelo valor de face, denominados de moedas podres) para financiar aquisições de estatais, a preços aviltados, pelo setor privado, o que agravou ainda mais a fragilização financeira do setor público.

Resgatando a concepção de RANGEL, tomamos a hipótese que o Brasil atualmente, apresenta, em síntese, um quadro que pode ser classificado como de “Dualidade Contemporânea”, cuja busca de sua eliminação promoverá a expansão de mercado interno, a elevação da competitividade externa e, com certeza, um novo ciclo de desenvolvimento consistente e, o mais importante, virtuoso no que tange à redução significativa das desigualdades sociais e regionais.

É nítida a existência de um pólo de ociosidade que concentra recursos excedentes, ou até mesmo ociosos, constituído de:

- bancos/instituições financeiras (seguradoras/fundos de pensão/administradoras de planos de previdência), que tem obtido lucros crescentes durante os últimos 20 anos;
- rentistas nacionais (cerca de 10% da população, que sempre se apropriou de mais de 50% dos fluxos anuais da renda nacional – 46% em 2004, segundo último PNAD – e que tem propensão média a consumir de 60% de seus rendimentos, logo poupam 40% de seus ganhos, o que equivale a uma poupança agregada de cerca de 20% da renda nacional);
- detentores de riquezas financeiras e patrimoniais acumuladas que geram efeitos-riqueza na forma de: juros, lucros, dividendos, aluguéis, remessas de lucros para o exterior;
- rentistas (especuladores) do exterior que, devido aos elevados juros reais praticados no Brasil em comparação com o resto do mundo, realizam aplicações financeiras de curto prazo (capitais externos voláteis) no mercado financeiro brasileiro;
- multinacionais, as quais, sempre que os juros reais estão elevados no Brasil e, ao mesmo tempo, o real está valorizado, antecipam vultosas remessas de lucros e de dividendos para o exterior;
- governos, os quais, mesmo administrando escassez, não são capazes de definir as melhores prioridades, o que resulta em má alocação de recursos públicos.

De outro lado, é também nítida a existência de um pólo de anticiosidade que reúne setores que demandam elevados requisitos de investimentos:

- extratos sociais de baixo poder aquisitivo que devem ser incluídos na sociedade de consumo de massas através da apropriação de parcelas da renda e da riqueza das camadas sociais que vem participando do processo histórico de concentração da renda no Brasil; seja através de prioridades em programas de moradia popular, de transportes coletivos, de saneamento básico, de segurança alimentar, de saúde e de educação; seja através de adequadas políticas de criação de emprego, de recuperação do salário mínimo e do salário real em função da produtividade do trabalho; seja através de um novo modelo da previdência;
- setores de infra-estrutura de energia, de saneamento básico, de rodovias, de ferrovias, de portos e de logística de um modo geral, cujos investimentos possibilitam otimizar o aproveitamento de sinergias, complementariedades e externalidades empresariais setoriais e regionais;
- segmentos produtivos e sociais que demandam significativos avanços tecnológicos;
- cadeias intersetoriais, que oferecem concretas oportunidades para ampliar vantagens comparativas e competitividades sistêmicas através de adensamento e de enobrecimento de seus principais elos.

É estratégico, portanto, mobilizar, adequadamente, os mecanismos operacionais disponíveis e, ao mesmo tempo, criar novos instrumentos institucionais capazes de promover a transferência de recursos excedentes do pólo de ociosidade para investimentos em setores que constituem o pólo de antiociosidade, o que poderá impedir, ou pelo menos minimizar, riscos de fortalecimento do rentismo, de avanços do capital financeiro e do envio de recursos escassos para fora do Brasil como observados em períodos com semelhantes características.

Palavras-chave: Dualidade Contemporânea – Mercado x Estado;  
Excedentes x Investimentos x Inclusão;  
Distribuição Riqueza/Renda/Infra-estrutura.

## **SUMÁRIO**

**1 – NOTAS INTRODUTÓRIAS**

**2 – RESTRIÇÕES, OU POTENCIALIDADES (?), PARA A RETOMADA CONSISTENTE DO CRESCIMENTO – INICIATIVAS DE GOVERNO NA DIREÇÃO DE AVANÇOS ESTRUTURAIS ENTRE 2003/05 – PROPOSIÇÕES PARA MAIOR INCLUSÃO SOCIAL**

**3 – DESEMPENHO EMPRESARIAL RECENTE E GERAÇÃO DE EXCEDENTES FINANCEIROS FAVORÁVEIS AOS INVESTIMENTOS**

**4 – OBSOLETISMO GOVERNAMENTAL DE GESTÃO, MECANISMOS OPERACIONAIS DISPONÍVEIS E INOVAÇÕES INSTITUCIONAIS PARA FINANCIAMENTO DE INVESTIMENTOS**

## 1 – NOTAS INTRODUTÓRIAS

O objetivo central deste texto é mostrar que é estratégico distribuir a riqueza (estoque) e a renda (fluxos) para garantir novo ciclo virtuoso e duradouro de desenvolvimento em seu sentido mais amplo: crescimento econômico e redução das desigualdades sociais e regionais.

Não se trata de crescer com distribuição de renda e muito menos crescer para distribuir renda.

São necessários, e possíveis, significativos avanços estruturais de política econômica, inclusive mudanças de postura do BC, já a partir de 2006. O Brasil poderá crescer entre 6 a 7% segundo suas próprias potencialidades sem risco de recrudescimento da inflação desde que atinja entre 23 a 25% de formação bruta de capital fixo (taxa anual de investimento) do PIB por ano. Porém, aumentar investimentos exige redução significativa de juros reais para alcançar patamar de cerca de 3% ao ano e, principalmente, expandir o mercado interno (inclusão e distribuição de renda) e o mercado externo através de aumento da competitividade que demanda elevar a escala e modernizar a estrutura produtiva, ou seja, incrementar o mercado interno.

Este texto apresenta proposições pragmáticas para o debate, considerando que melhorar a distribuição da renda e da riqueza, bem como para superar problemas de infra-estrutura são, no atual estágio de desenvolvimento do Brasil, os pré-requisitos fundamentais para promover um novo ciclo de crescimento duradouro e virtuoso.

As sugestões supõem, em primeiro lugar, que novos sistemas fiscal/tributário/previdenciário e trabalhista serão estruturados com o duplo objetivo: redução da carga tributária para estimular investimentos e nova composição de encargos visando aumentar o nível de emprego e melhorar a distribuição da renda e da riqueza (aumento de impostos diretos, redução de impostos indiretos, etc.) e, em segundo lugar, uma profunda mudança de postura do BC: flexibilizar, seletiva e, ativamente, depósitos compulsórios e redescontos, além de diminuir a taxa SELIC para alcançar 3 a 4% ao ano de juros reais, em um período de 2 anos, o que possibilitará reduzir e alongar o perfil da dívida pública, atingir uma taxa de câmbio capaz de manter superavitário o balanço transações correntes e estimular investimentos em infra-estrutura, em expansão da capacidade produtiva e em modernização tecnológica.

Aqui, cabe chamar a atenção que as livres forças de mercado não são capazes de promover adequadamente os objetivos apontados, o que nos leva a considerar que é imprescindível o exercício de ativa coordenação de governo.

RANGEL\* identificou que o Brasil atravessava, em meados da década de 80, uma nova fase de dualidade básica: elevada fragilidade financeira do setor público e das empresas estatais, o que inviabilizava investir em infra-estrutura e em setores intensivos de capital, como observado entre 1950/80 e, de outra parte, excedentes financeiros crescentes gerados pelo setor privado em processo acelerado de geração de lucros. Em outras palavras: a caracterização de um pólo de antiociosidade e outro de ociosidade. O governo, e particularmente o BNDES, equivocadamente utilizaram o diagnóstico de RANGEL para implementar um processo de privatização sem quaisquer objetivos. E o mais grave: usaram recursos do FAT (Fundo de Amparo ao Trabalhador) e outros recursos fiscais e parafiscais (títulos públicos a vencer pelo valor de face, denominados de moedas podres) para financiar aquisições de estatais, a preços aviltados, pelo setor privado, o que agravou ainda mais a fragilização financeira do setor público.

---

\*RANGEL, Ignacio. Recursos Ociosos e Política Econômica. São Paulo, 1980.

Resgatando a concepção de RANGEL\*, tomamos a hipótese que o Brasil atualmente, apresenta, em síntese, um quadro que pode ser classificado como de “Dualidade Contemporânea”, cuja busca de sua eliminação promoverá a expansão de mercado interno, a elevação da competitividade externa e, com certeza, um novo ciclo de desenvolvimento consistente e, o mais importante, virtuoso no que tange à redução significativa das desigualdades sociais e regionais.

É nítida a existência de um pólo de ociosidade que concentra recursos excedentes, ou até mesmo ociosos, constituído de:

- bancos/instituições financeiras (seguradoras/fundos de pensão/administradoras de planos de previdência), que tem obtido lucros crescentes durante os últimos 20 anos;
- rentistas nacionais (cerca de 10% da população, que sempre se apropriou de mais de 50% dos fluxos anuais da renda nacional – 46% em 2004, segundo último PNAD – e que tem propensão média a consumir de 60% de seus rendimentos, logo poupam 40% de seus ganhos, o que equivale a uma poupança agregada de cerca de 20% da renda nacional);
- detentores de riquezas financeiras e patrimoniais acumuladas que geram efeitos-riqueza na forma de: juros, lucros, dividendos, aluguéis, remessas de lucros para o exterior;
- rentistas (especuladores) do exterior que, devido aos elevados juros reais praticados no Brasil em comparação com o resto do mundo, realizam aplicações financeiras de curto prazo (capitais externos voláteis) no mercado financeiro brasileiro;
- multinacionais, as quais, sempre que os juros reais estão elevados no Brasil e, ao mesmo tempo, o real está valorizado, antecipam vultosas remessas de lucros e de dividendos para o exterior;
- governos, os quais, mesmo administrando escassez, não são capazes de definir as melhores prioridades, o que resulta em má alocação de recursos públicos.

De outro lado, é também nítida a existência de um pólo de anticiosidade que reúne setores que demandam elevados requisitos de investimentos:

- extratos sociais de baixo poder aquisitivo que devem ser incluídos na sociedade de consumo de massas através da apropriação de parcelas da renda e da riqueza das camadas sociais que vem participando do processo histórico de concentração da renda no Brasil; seja através de prioridades em programas de moradia popular, de transportes coletivos, de saneamento básico, de segurança alimentar, de saúde e de educação; seja através de adequadas políticas de criação de emprego, de recuperação do salário mínimo e do salário real em função da produtividade do trabalho; seja através de um novo modelo da previdência;
- setores de infra-estrutura de energia, de saneamento básico, de rodovias, de ferrovias, de portos e de logística de um modo geral, cujos investimentos possibilitam otimizar o aproveitamento de sinergias, complementariedades e externalidades empresariais setoriais e regionais;
- segmentos produtivos e sociais que demandam significativos avanços tecnológicos;

---

\*RANGEL, Ignacio. Recursos Ociosos e Política Econômica. São Paulo, 1980.

- cadeias intersetoriais, que oferecem concretas oportunidades para ampliar vantagens comparativas e competitividades sistêmicas através de adensamento e de enobrecimento de seus principais elos.

É estratégico, portanto, mobilizar, adequadamente, os mecanismos operacionais disponíveis e, ao mesmo tempo, criar novos instrumentos institucionais capazes de promover a transferência de recursos excedentes do pólo de ociosidade para investimentos em setores que constituem o pólo de antiociosidade, o que poderá impedir, ou pelo menos minimizar, riscos de fortalecimento do rentismo, de avanços do capital financeiro e do envio de recursos escassos para fora do Brasil como observados em períodos com semelhantes características.

O capítulo 2 visa chamar a atenção que o desempenho empresarial recente possibilita canalizar parcela da geração de recursos excedentes para promover investimentos em programas de inclusão de segmentos sociais; em projetos fundamentais de infra-estrutura; em iniciativas propulsoras de desenvolvimento tecnológico e na expansão/modernização da estrutura produtiva. Em outros termos: é perfeitamente factível financiar a melhoria da distribuição de renda via novos projetos de inclusão social e de novas prioridades que elevem o poder aquisitivo das classes trabalhadoras; bem como estruturar novo padrão de financiamento para viabilizar investimentos em infra-estrutura e na expansão/modernização da capacidade produtiva, desde de que sejam canalizados recursos do pólo de ociosidade para o pólo de antiociosidade.

O capítulo 3, com alto nível de especulação, sugere que adequado tratamento das principais restrições pode ser fundamental para, ao mesmo tempo, promover maior inclusão social no processo de retomada do desenvolvimento.

O capítulo 4 contempla proposições de inovações institucionais e de mobilização de instrumentos operacionais disponíveis, inclusive do Banco Central e dos Bancos Oficiais, para superar as restrições apontadas, estimular investimentos, especialmente em infra-estrutura, na modernização/expansão da capacidade produtiva e no adensamento/enobrecimento de cadeias intersetoriais estratégicas.

## **2 – RESTRIÇÕES, OU POTENCIALIDADES (?), PARA A RETOMADA CONSISTENTE DO CRESCIMENTO – INICIATIVAS DE GOVERNO NA DIREÇÃO DE AVANÇOS ESTRUTURAIS ENTRE 2003/05 – PROPOSIÇÕES PARA MAIOR INCLUSÃO SOCIAL**

O Brasil, mesmo em um cenário de manutenção das políticas macroeconômicas: timidez na implementação da PITCE – Política Industrial, Tecnológica e de comércio exterior –; insignificante redução de spreads, restritiva política monetária: altas taxas de juros e de depósitos compulsórios; atrasos na execução das PPP's; deverá, ainda assim, crescer cerca de 4% ao ano em 2006, conforme mostram análises de vários centros de pesquisas baseados em indicadores dos níveis de atividade econômica e de emprego.

O crescimento que vem sendo experimentado pelo setor de bens de capital; pelas exportações, que vem alcançando um excepcional desempenho desde os últimos meses de 2002, em razão do aumento da competitividade de determinados setores e da elevação de preços internacionais de commodities que compõem a pauta de exportações do Brasil e; recentemente, pelas elevações dos níveis de emprego e de renda; possibilitam que o Brasil cresça cerca de 4% ao ano também em 2007.

As decisões de investir estão, contudo, em compasso de espera. O patamar da taxa de câmbio; o risco de um novo choque tarifário que vem sendo anunciado pelo Ministério da Fazenda (diminuição da tarifa máxima de importação de 35% para 15%, da tarifa média de 15,5% para 7,4% e isenção completa para uma série de produtos), os problemas de infra-estrutura e o custo de capital (manutenção de altas taxas de juros reais e, principalmente, de altos e injustificáveis spreads bancário) constituem os principais entraves aos investimentos.

No que se refere aos spreads bancários, cabe chamar a atenção que o Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal, como bancos oficiais, no exercício de suas funções reguladoras, deveriam estar liderando um movimento virtuoso de queda dos juros nominais de modo a induzir o sistema financeiro como um todo ao mesmo comportamento. Nada justifica a prática de tão altos spreads pelos bancos oficiais. Nem mesmo a “satisfação do acionista” TN – Tesouro Nacional – pode justificar os expressivos lucros do BB e da CEF, que tem sido, inclusive, superiores a grandes conglomerados financeiros privados.

Além disso, os equívocos das políticas monetária e fiscal; os ainda baixos índices de renda disponível e de emprego; uma certa inadequação de marcos regulatórios e a incapacidade do modelo de financiamento para eliminar gargalos de infra-estrutura, principalmente em logística, transportes, energia, portos, saneamento básico e, com menor intensidade, telecomunicações, colocam dúvidas quanto às concretas possibilidades de um novo ciclo duradouro e virtuoso de crescimento com inclusão social conduzido pelas livres forças de mercado ou, em outros termos, exclusivamente impulsionado pelo setor privado.

Em outras palavras: terá o País a capacidade de aumentar o consumo de bens e de serviços essenciais que tem maior peso no orçamento de famílias que obtém até cinco salários mínimos por mês cuja elevação de poder aquisitivo depende de transferência de renda (Bolsa-Família, por exemplo, e de concretas prioridades para gastos públicos em segurança alimentar, vestuário, moradia, educação, saúde e transporte; de bens duráveis (morádias, fogões, geladeiras, televisores, automóveis, telefones, etc.), que dependem da renda disponível cuja elevação depende da expansão do nível de emprego e de ousadas políticas de rendas e, ao mesmo tempo, de alcançar níveis de investimentos superiores à 25% do PIB por ano, de modo a eliminar gargalos



de infra-estrutura e a obter avanços tecnológicos imprescindíveis para crescer cerca de 6/7% ao ano a partir de 2006.

O que está em jogo, portanto, é a solução para a complexa equação: expansão do consumo como estímulos de mercado indutores de investimentos sem pressionar o balanço de transações correntes e sem prejuízo para o equilíbrio das contas públicas já que estão presentes concretas oportunidades de retomada do crescimento econômico virtuoso induzido pela inclusão de segmentos sociais na estrutura de consumo e respectivo fortalecimento do mercado interno que é, inclusive, uma das condições básicas para elevar os níveis de escala e de competitividade no País.

Não se trata somente de crescer para distribuir a renda como resultado do próprio crescimento. Não se trata, também, de crescer com distribuição de renda, o que deve ser buscada é a distribuição da riqueza e da renda como pré-requisitos funcionais para manter um novo ciclo sustentado de desenvolvimento, em seu mais amplo sentido: crescimento econômico com eliminação da pobreza e com redução de desigualdades sociais e regionais. É necessário, neste contexto, redefinir, pragmaticamente, o novo papel do ESTADO. Além de clara e progressiva adequação de novos marcos regulatórios e de reformas institucionais, que devem ser entendidas como um processo contínuo, é de fundamental importância que a União, em parceria com as demais esferas da Federação, exerça ativamente a coordenação da retomada de crescimento, já timidamente em curso, induzindo e somando forças com o mercado.

Em outros termos: continuaremos a observar tímidas taxas de crescimento econômico sem melhorias significativas do processo de distribuição de renda (fluxos) e da riqueza (estoques), resultados também alcançados pelos últimos Governos, ou induziremos novos rumos ao desenvolvimento de acordo com um novo modelo distributivo e soberano. Neste caso o aparato estatal, sem qualquer preconceito ideológico, deverá exercer funções primordiais. Trata-se de subordinar o crescimento e os instrumentos macroeconômicos às estratégias de médio e longo-prazo para o País.<sup>1</sup>

O novo enfoque para uma agenda positiva sugere proposições concretas visando expandir o nível de investimentos em projetos prioritários de infra-estrutura e de expansão/modernização das atividades produtivas; e, ao mesmo tempo, criar empregos e elevar a Renda Disponível; eliminar a vulnerabilidade externa e alcançar o equilíbrio das contas públicas; objetivos que até podem ser considerados incompatíveis, mas que, na realidade, podem ser buscados através de acordos sociais politicamente conduzidos visando superar os constrangimentos provocados pelos sistemas tributário, previdenciário, trabalhista, etc. e pelos inadequados marcos regulatórios.

Em síntese, garantir crescimento de 6 a 7% ao ano exige investimentos da ordem de cerca de 25% do PIB ao ano; mas para ser duradouro e virtuoso, será necessário, também, aumentar o consumo de bens e de serviços essenciais (alimentação, vestuário, moradia, gás, luz, água, educação, saúde e transporte) que têm maior peso no orçamento de famílias que auferem até cinco salários mínimos por mês; de bens duráveis (fogões, geladeiras, televisores, automóveis, telefones, etc.), que dependem da renda disponível das classes médias, cujos ganhos reais resultam da expansão do nível de emprego.

Trata-se, portanto, do aproveitamento de concretas oportunidades impulsionadas pela inquestionável necessidade de que a retomada do crescimento econômico contemple o fortalecimento do poder aquisitivo da população de baixa e de média renda; e, ao mesmo tempo, a superação definitiva da vulnerabilidade externa e do desequilíbrio do setor público; bem como, a canalização da riqueza financeira

---

<sup>1</sup>Ver: “Sugestões para acelerar o espetáculo do crescimento com inclusão social” (Agosto/03/texto do autor para discussão reservada).

acumulada e a captação de recursos externos para aplicação em projetos de infraestrutura e em prioridades setoriais contidas na PITCE – Políticas Industrial, Tecnológica e de Comércio Externo – nos agronegócios e em serviços específicos.

A experiência de 2003/2005 permite otimismo.

Novas prioridades na alocação de recursos orçamentários como o Bolsa-Família; o Programa Luz para todos, o PROUNI, a Lei de PPP's, etc., começam a dar resultados concretos. Além da expansão do nível de emprego formal observa-se, segundo o PNAD/2004, certa diminuição da concentração da renda (10% da população mais rica, que se apropriava de mais de 50% da renda nacional, passou, em 2004, a participar com 46%; ao passo que a massa salarial e a renda da classe trabalhadora vem crescendo nos últimos 3 anos). (Ver quadro 3 a seguir)

QUADRO 3: POBREZA URBANA X POBREZA RURAL

CARACTERÍSTICAS	1992	2003	2004
Proporção de pobres que vivem em áreas metropolitanas	-44,3	39,8	38,7
Proporção de pobres que vivem em áreas urbanas*	40,2	32,1	29,5
Proporção de pobres que vivem em áreas rurais**	52,7	39,5	35,4
Proporção de pobres que vivem no Brasil	44,0	35,6	33,2
Proporção indigentes que vivem em áreas metropolitanas	11,9	9,5	7,9
Proporção indigentes que vivem em áreas urbanas	13,9	8,4	6,6
Proporção indigentes que vivem em áreas rurais	30,5	16,6	13,3

Notas: \*Excluídas áreas urbanas das metrópoles; \*\*Excluídas áreas rurais da região norte.

Fonte: IBGE.

Após sete anos em declínio, o rendimento médio real dos trabalhadores se estabilizou no ano passado em R\$ 733, mesmo patamar de 2003, de acordo com a Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). O indicador chegou a um valor recorde de 903 reais em 1996. A partir do ano seguinte, a renda real começou a cair anualmente. Logo, é de suma importância continuar a fixar aumentos reais do salário mínimo como alavanca para elevar o nível de renda. O quadro 4 a seguir mostra os resultados que podem ser alcançados segundo o grau de ousadia na recuperação do salário mínimo.

QUADRO 4: SIMULAÇÃO DE CRESCIMENTO REAL (ACIMA DA INFLAÇÃO) PARA O SALÁRIO MÍNIMO

TAXA DE CRESCIMENTO REAL PARA O SM	CRESCIMENTO REAL DO SM AO FINAL DE 10 ANOS	TEMPO NECESSÁRIO PARA DOBRAR O SM
3% ao ano	34%	24 anos
5% ao ano	63%	14 anos
7% ao ano	97%	10 anos
10% ao ano	159%	7 anos

A última PNAD mostrou, também, que a desigualdade diminuiu no país, a parcela tida como miserável subiu um degrau na linha de pobreza.

Um avanço significativo, num país com as dimensões do Brasil e com a concentração da renda em pequenas camadas. O contingente de brasileiros com alguma ocupação também cresceu. No ano passado, 56,3% das pessoas com dez anos ou mais

de idade desempenhavam alguma atividade econômica. Trata-se da maior taxa desde 1995, quando a porcentagem atingiu 57,6%.

A população ocupada cresceu 3,3% em 2004. Na prática, mais 2,7 milhões de pessoas arranjaram trabalho no ano passado. A movimentação econômica, como as exportações e os créditos populares do governo federal contribuíram para o mercado de trabalho. Este é o maior crescimento desde 2002, quando houve expansão de 3,8%. Com o aumento do número de pessoas no mercado de trabalho, o nível de ocupação (percentual de pessoas ocupadas na população de 10 anos ou mais de idade) registrou o maior patamar desde 1995, de 56,3%. Apesar do avanço, o nível de ocupação ainda é inferior ao da primeira metade da década de 1990.

Ademais, de 2003 para 2004, cresceu o número de empregados com carteira assinada (6,6%), militares e funcionários públicos (4,4%) e conta própria (6,0%). A pesquisa indica que houve aumento da formalização da mão-de-obra em atividades agrícolas em 2004. A proporção de pessoas com carteira assinada no setor subiu de 30% para 32,3% e atingiu o maior patamar desde o início da década de 1990. Um de cada quatro brasileiros (27,6%), que estavam ocupados em 2004, sobrevivia com renda de até um salário mínimo por mês. Na região nordeste este número sobe para 46%, ou seja, praticamente a metade dos nordestinos, que estavam ocupados em 2004, sobrevivia com renda mensal de até um salário mínimo (R\$ 260, na época). Já as mulheres recebiam ainda bem menos que isso, em média um terço a menos que os homens.

Cabe frisar, também, a robustez dos resultados encontrados tanto no que tange as mudanças da miséria como da desigualdade. No que tange ao último aspecto, uma comparação entre a parcela da renda acumulada para cada centésimo de distribuição, ilustra que o resultado é geral: a distribuição de renda per capita de 2004 é mais igualitária do que a de 2001. Em outras palavras, a queda de desigualdade é válida para todos os indicadores de desigualdade que respeitam o princípio das transferências; o que nos diz que, ao se transferir renda de uma pessoa com mais renda para uma pessoa com menos renda, sem inverter a posição relativa desses dois indivíduos no ranking, a medida de desigualdade deve cair.

Assim, mesmo com alguma desaceleração do crescimento do PIB e da geração de trabalho em 2005, a expansão do Programa Bolsa-Família, que passou a atender mais de 2,2 milhões de famílias, atingindo 8,7 milhões de famílias agora e atenderá 11,6 milhões até o final de 2006, bem como o ganho real do salário mínimo superior a 10%, levarão, sem dúvida, a significativa queda da miséria.

Por outro lado, na medida em que, além de novas prioridades que já estão em andamento, como os programas de moradia popular, de transportes coletivos urbanos, de saneamento básico e de saúde pública (farmácias populares, etc.), de eliminação da fome e da pobreza, de saúde pública, etc.; através de efetiva transferência de renda (tributação sobre elevados rendimentos; sobre o patrimônio, em particular sobre a riqueza financeira acumulada; sobre lucros das instituições financeiras); como forma de financiamento da redução de desigualdades; os resultados serão, com certeza, maciças inclusões de novos segmentos sociais no mercado de consumo, o que, na realidade, é o principal fator que, acompanhado de redução do custo de capital (forte redução dos juros reais, entre outros fatores) impulsionarão investimentos.

Tais avanços já podem ser registrados:

- 1) unificação, ampliação, aperfeiçoamento e perpetuação legal e orçamentária dos programas sociais reunidos no Programa Bolsa-Família;
- 2) criação do FUNDEB, do ProUni e a interiorização das universidades federais, o que significará a inclusão de centenas de milhares de estudantes em cursos superiores;

- 3) bancarização, implementação e aperfeiçoamento do crédito popular, do microcrédito e do programa de crédito consignado, que vem ampliando consideravelmente o acesso ao crédito para a população, com juros muito menores;
- 4) lançamento do programa do PC – computador popular – que barateou os computadores tornando-os acessíveis a um número muito maior de pessoas;
- 5) aumentos reais do Salário Mínimo concedidos em 2004 e 2005, com a positiva participação das Centrais Sindicais no processo de decisão do mesmo;
- 6) redução da carga tributária para as micros e pequenas empresas, que tiveram o limite para enquadramento no Simples aumentado em 100%;
- 7) aperfeiçoamento, diversificação e fortalecimento do PRONAF, bem como a adoção do programa em projetos de assentamento de reforma agrária;
- 8) aceleração e aperfeiçoamento do programa de reforma agrária;
- 9) adoção de medidas para estimular o setor de construção civil e de saneamento básico: expansão e diversificação do crédito para habitação e para saneamento básico, redução de impostos para materiais de construção, etc.;
- 10) implantação do Programa de Biodiesel: até o final de 2007, 250 mil famílias de agricultores terão suas rendas complementadas com o cultivo de oleaginosas para produção do Biodiesel. Cerca de 80 postos de seis estados têm disponível o Biodiesel para o consumidor e até o final de 2007 serão, estabelecimentos oferecendo o combustível. Além disso, o Governo está apoiando a implementação de um ambicioso programa de álcool que poderá ser, assim como Biodiesel, estratégico para o desenvolvimento do nordeste brasileiro. A diversificação da matriz energética brasileira com o aproveitamento de fonte renovável de energia, a desconcentração da produção de combustíveis, a substituição das importações do diesel de petróleo, a significativa criação de empregos, a economia de divisas e a inclusão social principalmente em regiões mais carentes, são os principais benefícios do programa. A participação efetiva da PETROBRÁS garante os resultados esperados;
- 11) diminuição da dívida/PIB, resgate de títulos cambiais atrelados ao dólar, bem como a liquidação antecipada de dívidas junto ao FMI, BIS e outros credores internacionais, que possibilitam elevar investimentos públicos;
- 12) apoio ao processo de integração da América do Sul, com o BNDES financiando obras de infra-estrutura (energia, transportes) em quase todos os países sul-americanos;
- 13) adoção de uma Política Externa independente de defesa dos interesses nacionais; ampliação e fortalecimento do Mercosul, que passou a incluir a Venezuela; aprovação de estratégicos tratados comerciais com China, Índia, Rússia, países árabes, sul-americanos e africanos, começam a gerar resultados altamente para a Balança Comercial;
- 14) aumento dos financiamentos para exportações (via Banco do Brasil e BNDES, que vem, de certa forma, compensando o Real valorizado);
- 15) recuperação dos objetivos da SUDENE e da SUDAN, assim como o início de importantes projetos estratégicos de integração nacional e de desenvolvimento regional e de regiões limítrofes do país com seus vizinhos;
- 16) universalização da saúde com destaque para o Programa SAMU, que já atende 68 milhões de brasileiros; do Programa integral de saúde bucal; a expansão do saúde-família que já reúne 24 mil equipes espalhadas pelo país e a implantação da rede de farmácias populares;

- 17) os projetos para otimizar o aproveitamento de recursos hídricos e a regulamentação da lei sobre aluguel de florestas públicas, o qual, sem dúvida, impulsionará a exploração sustentada da Amazônia;
- 18) estabelecimento de ações de cidadania através de tratamentos específicos para o idoso, o deficiente físico, o negro, as mulheres, os jovens e o índio. Cabe sugerir, no entanto, aperfeiçoar cada ação de modo a elevar o processo de inclusão no mercado. No que diz respeito às comunidades indígenas é necessário chamar a atenção que algumas áreas dotadas de recursos minerais (minérios nobres e terras raras) vem despertando interesses de multinacionais, as quais, quase sempre atuam contra interesses brasileiros.

Cabe, por outro lado, propor novos avanços estruturais; melhor uso de mecanismos operacionais disponíveis e inovações institucionais visando proporcionar urgentes e ousadas políticas de inclusão social e de distribuição de renda. O capítulo 4 sugere o uso de excedentes financeiros e da riqueza acumulada para o financiamento de investimentos de projetos de infra-estrutura e de expansão/modernização da capacidade produtiva.

- 1 - dotar maior volume de gastos para a consolidar e fortalecer o bolsa-família, a segurança alimentar e o combate à fome, e desemprego, iniciar, desde já, ações para promover a saída consistente de beneficiários do bolsa-família;
- 2 - reduzir, gradativamente, e de forma negociada, a jornada de trabalho sem redução do salário. Será possível diminuir a jornada através de aumentos da produtividade do trabalho e do capital e, ao mesmo tempo, coibir o uso abusivo de com horas-extras, respeitando, todavia, as características setoriais e regionais. Será preciso estabelecer mecanismo sistemático de transmissão de parcelas de aumento da produtividade do trabalho (capital variável) e de máquinas/equipamentos (capital constante/trabalho morto) para o trabalhador, ou seja: redistribuir a mais valia entre os trabalhadores e o capital, apoiando investimentos de empresas e/ou setores que assumam metas de expansão e de modernização de suas atividades;
- 3 - abrir mão de parcela de encargos trabalhistas (INSS, etc.) para contratação de mão-de-obra na construção civil (habitação, obras do PPA, saneamento, etc.) e para novos investimentos em setores intensivos em mão-de-obra: materiais de construção, materiais de higiene e limpeza, indústria alimentícia, têxtil, vestuário, confecção, calçado, mobiliário. O aumento de emprego formal mais do que compensará uma possível queda na arrecadação previdenciária;
- 4 - acelerar e fortalecer a operacionalização de programas habitacionais e de saneamento básico, contando, inclusive, com a participação dos beneficiários (mutirões, por exemplo) quando for o caso;
- 5 - contemplar as estratégias de PDCIs (Programas de Desenvolvimento Comunitário Integrado) nos projetos de reforma agrária, bem como em arranjos produtivos locais e em projetos de EPS – empreendimentos de economia popular solidária;
- 6 - traçar estratégias concretas, inclusive com linhas de crédito específicas pelo BNDES, BB e CEF, de apoio às atividades de entretenimento (turismo, esportes, cultura, lazer, eventos) de acordo com as características de cada atividade e as peculiaridades de cada região. É importante enfatizar que estas atividades são capazes de gerar empregos diretos e indiretos com baixa relação investimento/emprego;
- 7 - estimular compras governamentais junto a fornecedores privados comprometidos com a geração de empregos, em particular com os programas 1º emprego e com empreendimentos de economia popular solidária.

### **3 – DESEMPENHO EMPRESARIAL RECENTE E GERAÇÃO DE EXCEDENTES FINANCEIROS FAVORÁVEIS AOS INVESTIMENTOS**

As principais empresas brasileiras voltaram a ser bem avaliadas no mercado de capitais: a partir dos últimos meses de 2004 até o início de 2006, vem experimentando melhores avaliações por agências internacionais de risco, pelos bancos de investimentos e pelas bolsas de valores de São Paulo, Nova York e até mesmo da Europa. Seus papéis vem sendo crescentemente demandados como consequência do crescimento das receitas operacionais, da elevação dos lucros e da redução do endividamento.

Cabe chamar a atenção, no entanto, que o comportamento recente da bolsa de valores de São Paulo pode resultar em uma valorização fictícia de algumas empresas cujos ativos operacionais não são capazes de gerar fluxos de caixa que sustentem o valor presente esperado pelos investidores de longo prazo.

Em 2005, a expansão de receitas financeiras possibilitou a manutenção de lucros obtidos em 2003 e 2004 com base nos resultados operacionais, o que já indica uma preocupante tendência já observada em outros períodos: postergação de projetos de investimentos para elevar e modernizar a capacidade produtiva, bem como em logística de distribuição e de comercialização. O mais grave: intensificam-se as aplicações financeiras no exterior, os aumentos/antecipações de remessas de lucros para matrizes de multinacionais e de investimentos de empresas nacionais em países que oferecem incentivos e tamanho de mercado.

O relatório da Unctad – Trade and Development Report de 2003 – com subtítulo “Acumulação de Capital, Crescimento e Mudança Estrutural”, também motiva preocupações. Classifica os países em desenvolvimento em quatro grupos: 1) os de industrialização madura, como a Coreia e Taiwan que já atingiram um grau elevado de industrialização, produtividade e renda per capita, mas apresentam um taxa declinante de crescimento industrial; 2) os de industrialização rápida, como a China e a Índia que – mediante políticas indústrias e de incentivos às exportações favorecem elevadas taxas de investimento doméstico e graduação tecnológica – apresentam uma crescente participação das manufaturas no produto, emprego e exportações; 3) os de industrialização de enclave, como o México que, a despeito de aumentar sua participação na exportação de manufaturados, têm desempenho pobre em termos de investimentos, valor agregado manufatureiro e produtividade totais e, finalmente, 4) os países em vias de desindustrialização, que inclui a maioria dos países da América Latina. Estão neste grupo os que, como o Brasil, alcançaram um certo grau de avanço industrial, “mas não foram capazes de sustentar um processo dinâmico de mudança estrutural mediante a rápida acumulação de capital e crescimento do PIB”.

Esses países, num ambiente de liberalização financeira e comercial, apresentam queda ou estagnação do investimento, participações declinantes da produção manufatureira no PIB, deterioração da sua posição tecnológica e, sobretudo, não conseguem transformar os estímulos do crescimento das exportações em impulsos para a expansão da produção manufatureira doméstica.

Segundo o IEDI, este fenômeno chama-se “desindustrialização”. De fato, as décadas de 80 e 90 experimentaram um processo de desindustrialização relativa, entendida com a redução do coeficiente de valor agregado interno sobre o Valor Bruto da Produção. Forma rompidos nexos interindustriais das principais cadeias de produção e foi reduzida a dimensão do setor de bens de capital. Atualmente, na estrutura industrial sobressaem algumas grandes e médias empresas em cada setor, com parte da estrutura de apoio globalizada. Elas sobreviveram – respondendo às mudanças

macroeconômicas e às novas condições da concorrência internacional – graças à modernização e à especialização, bem como ao acesso ao crédito público e internacional.

Entre os principais indicadores de desempenho empresarial recente, destacam-se: o Ebitda (lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização) de um crescente grupo de empresas sobe, de forma sustentada, desde 2000. A relação entre o caixa e a dívida de curto prazo, vem crescendo, significativamente, o que resulta em uma geração de caixa mais do que suficiente para pagar as dívidas de curto prazo e para alavancar novos investimentos. Vem caindo também, a relação entre a dívida e o Ebitda, ao mesmo tempo em que o pagamento de juros fica relativamente menor. Por conseguinte, as empresas têm a mais forte posição de caixa dos últimos cinco anos. Apresentam condições de liquidez mais robustas, o que é importante em um país sujeito à volatilidade e, de outra parte, a dívida em dólares vem diminuindo, o que torna as empresas ainda menos vulneráveis às oscilações do câmbio.

Vale ressaltar, que a melhora não está restrita ao universo das maiores empresas analisadas pelas agências de classificação de riscos. A análise do balanço de 195 empresas brasileiras realizada pela FGV também detecta redução do endividamento e do pagamento de juros, bem como o aumento de rentabilidade e da receita das companhias.

Ademais, sobram recursos no mercado de crédito internacional, o que resulta, também, em melhores condições de financiamento.

### **3.1 – Rentabilidade operacional em queda – juros altos e valorização do Real**

Os dados comparativos de 2005 com o de 2004 já mostram queda do desempenho operacional de grandes empresas industriais brasileiras. Em alguma medida, os resultados refletem a retratação econômica vêm apontando para os principais segmentos exportadores, tais como índices de rentabilidade, como Papel e Celulose, Químico, Siderurgia, Mineração, Material de Transporte e Material Aeronáutico.

O principal fator que explica o pior desempenho é a forte valorização do Real. No terceiro trimestre de 2004 a cotação média da moeda norte americana foi de R\$2,94, iniciando o trimestre em R\$3,10 e finalizando em R\$2,85. No mesmo período de 2005, a cotação média ficou em R\$2,34, iniciando em R\$2,34 e finalizando em R\$2,22, apresentando uma queda de 25% com relação ao mesmo período do ano anterior.

O IEDI realizou levantamento junto a 104 companhias abertas dos setor industrial, cujas demonstrações financeiras são auditadas conforme as regras da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Trata-se, portanto, de um conjunto de empresas que podem ser consideradas de grande porte.

As empresas foram classificadas em 23 diferentes segmentos. Pois bem, desses setores, 14 tiveram queda na rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido (PL), 18 acusaram queda na rentabilidade sobre a Receita Líquida (RL) e 16 assistiram o lucro da atividade sobre a receita líquida diminuir entre os dois períodos analisados.

Na média das empresas pesquisadas, os principais indicadores de rentabilidade do terceiro trimestre de 2005 assim evoluíram:

- A taxa de retorno anualizada sobre o Patrimônio Líquido (PL) foi de 24,9% no terceiro trimestre de 2005,
- O Retorno sobre a Receita Líquida (RL) foi de 14,2% (18% no terceiro trimestre de 2004), com redução de 21%;
- O Lucro da Atividade sobre a Receita Líquida, caiu para 22,2% (26% no terceiro trimestre de 2004), declínio de 14,7%.

Além do mais, cabe o registro de que o Lucro Líquido total das 104 empresas pesquisadas caiu de R\$ 15,2 bilhões para R\$ 13,8 bilhões entre o terceiro trimestre de 2004 e o mesmo trimestre de 2005, uma queda de 9,6%.

Do lado do endividamento, houve melhora na situação das empresas. O indicador Relação entre o Capital de Terceiros e o Capital Próprio acusou queda entre os dois períodos de 1,31 para 1,06 se considerarmos o total das empresas da amostra, inclusive a Petrobrás, e de 1,29 para 1,04, considerando o total sem a Petrobrás.

As maiores quedas no endividamento ocorreram em Alimentos (de 1,81 para 1,59); Editora (de 1,33 para 0,85); Metalurgia (de 9,15 para 4,86) e Siderurgia, (de 1,33 para 0,97).

Dois outros indicadores mostraram a melhora no quadro financeiro das empresas entre os terceiros trimestres de 2004 e 2005:

- A liquidez corrente (relação entre ativo e passivo circulante) aumentou de 1,51 para 1,73.
- O endividamento de curto prazo com relação ao endividamento total caiu de 29% para 26%.

O endividamento geral, que pode ser observado através da Relação entre o Capital de Terceiros e o Capital Próprio, demonstrou queda entre os finais dos dois períodos considerados neste estudo de 1,31 para 1,06, considerando o total da amostra, e de 1,29 para 1,04, considerando o total sem a Petrobrás.

Outro item que fornece indicações para avaliar o endividamento de empresas é a Estrutura de Capitais (a distribuição dos recursos entre recursos próprios e de terceiros), refletindo a redução do quadro de endividamento das empresas consideradas na amostra. Os Recursos Próprios foram responsáveis por 48,5% do total das fontes de recursos no terceiro trimestre de 2005 (43,3% no mesmo trimestre de 2004). Já a participação dos Recursos Onerosos de Terceiros caiu para 26,5% no terceiro trimestre do corrente ano (28,9% no terceiro trimestre de 2004), enquanto a participação das Outras Fontes caiu de 27,8% para 25% entre os dois trimestres.

Apresentaram elevação da participação dos Recursos Próprios os seguintes segmentos:

- Siderurgia, de 42,9% para 50,7%;
- Mineração, de 52,1% para 59%;
- Bebidas e Fumo, de 55,7% para 59,5%;
- Químico, de 36,4% para 40,6%;
- Metalurgia, de 9,9% para 17,1%; e
- Petróleo e Gás, de 42% para 47,1%.

Um outro indicador que também sugere que houve melhora nas condições de liquidez das empresas da amostra é a liquidez corrente, resultado da relação entre o ativo circulante e o passivo circulante. Tomando-se o total da amostra, o indicador acusou aumento entre os dois períodos analisados, passando de 1,51 para 1,73, entre os terceiros trimestres de 2004 e de 2005, considerando o total da amostra, enquanto no total da amostra sem a Petrobrás o crescimento foi ainda mais expressivo, saindo de 1,50 para 1,81.

A propósito, vale chamar a atenção que incrementos da liquidez proporcionam aplicações financeiras crescente, as quais geram maiores lucros capazes de compensar perda de lucratividade operacional.

Além disso, a própria composição do endividamento melhorou conforme se pode observar no indicador de Endividamento de Curto Prazo/Endividamento Total. O total da amostra neste quesito apresentou queda de 0,29 para 0,26, enquanto que o total



sem a Petrobrás saiu de 0,35 para 0,30. Isto sugere uma melhora das condições de captação de recursos por parte das empresas, o que possivelmente deve-se à melhora das condições de liquidez economia brasileira.

Os indicadores acima mencionados mostram que, salvo em alguns segmentos, houve melhora generalizada na condição financeira das grandes empresas industriais.

Quanto ao desempenho operacional, a comparação entre os dois períodos aponta um certo enfraquecimento, principalmente como consequência da queda nos resultados de importantes segmentos para a dinâmica industrial, como veremos adiante.

Os indicadores que demonstram a deterioração no desempenho são:

(i) A taxa de retorno anualizada sobre o Patrimônio Líquido (PL), que foi de 24,9% (34,5% no terceiro trimestre de 2004), **uma queda de quase 28%**;

(ii) O Retorno sobre a Receita Líquida (RL), que foi de 14,2% (18% no terceiro trimestre de 2004), **declínio de 21%**; e

(iii) O Lucro da Atividade sobre a Receita Líquida, que caiu para 22,2% (26% no terceiro trimestre de 2004), **queda de 14,7%**.

Expressivos segmentos que apresentaram queda no desempenho foram:

- químico, onde a rentabilidade sobre PL registrou forte queda, de 43,3% para 13,1%, entre os dois períodos analisados nesta pesquisa, e sobre a RL de 12,1% para 4,8%. O Lucro da Atividade sobre a RL também caiu para 5,6% (16,3% em set/2004);
- Siderurgia, cuja queda na rentabilidade sobre o PL foi de 42,7% para 25,6%, entre set/2004 e set/2005, e sobre a RL de 19,9% para 16,6%. O Lucro sobre a Atividade registrou queda de 35,1% para 24,5%;
- Material de Transporte, que apresentou redução do retorno sobre o PL para 22,3% (30% em set/2004) e sobre a RL para 5,1% (7,3% em set/2004), sendo que o Lucro da Atividade em relação à RL também caiu para 9,9% (14,1% em set/2004);
- Papel e Celulose, onde rentabilidade sobre o PL passou de 30,1% para 16,4% e sobre a RL de 27,4% para 17,8%, enquanto que o lucro da atividade foi de 44,9% para 27,1%;
- Em Material Aeronáutico houve queda da rentabilidade sobre o PL para 7,8% (36,9% em set/2004), enquanto a rentabilidade sobre a RL ficou em 3,7% (14,5% em set/2004). O lucro da atividade também caiu, saindo de 17,6% para -3,2%; e
- Mineração, cuja rentabilidade sobre o PL caiu de 49,3% para 41,8% e sobre a RL de 65% para 30,8%, enquanto que o lucro da atividade foi de 56,8% para 36,6%.

Em síntese, cabe ressaltar, finalmente, que a redução da lucratividade das exportações vem sendo compensadas pela elevação das receitas financeiras obtidas com aplicações de recursos resultantes de ACC's (adiamentos sobre Contratos de Câmbio) a taxas menores do que as de aplicações financeiras.

### 3.2 – O Desempenho Industrial sob a ótica da Política Econômica

Os resultados decepcionantes no tocante ao comportamento da indústria em 2005, apresentam dois tipos de interpretação: o primeiro, seguramente majoritário, aposta no rigor da política monetária, e na crescente apreciação cambial, como fatores responsáveis pela desaceleração do crescimento no corrente ano. A responsabilidade recai, portanto, sobre a gestão da política econômica. Um outro tipo de interpretação remete a fatores de natureza sistêmica: o fraco desempenho seria inerente ao regime de política econômica adotado, que, supostamente, determina que o produto potencial está limitado a um crescimento médio situado entre 3% e 3,5% ao ano (esta premissa vem orientando o comportamento do Banco Central).

Não obstante, segundo o BNDES, em que pese o medíocre desempenho que foram presenciados em 2005, a indústria continuou revelando atitudes positivas em relação ao crescimento. Assim, a produção de máquinas e equipamentos continuou crescendo, enquanto as importações destes bens apresentou um salto próximo de 32% em relação a 2004. Em simultâneo, o emprego na indústria prosseguiu em expansão, o que combinado com a informação anterior, sugere que as decisões empresarias continuam a apontar no sentido da preparação para o crescimento sustentado. É possível afirmar, no entanto, que o relativo desânimo constatado no segundo semestre de 2005 no segmento de “Bens de Capital sem rodas” (bens de capital exceto para agricultura e transportes), começaram a ser revertidos pelos financiamentos registrados em novembro/dezembro de 2005. Esta recuperação é mais um indício de que, não obstante as adversidades enfrentadas, continua presente o esforço empresarial no sentido da elevação da produtividade.

Para o BNDES a conjuntura, já de si bastante complexa, por combinar refreamento macroeconômico com potencial de expansão, vem sendo crescentemente influenciada por dois importantes fatores.

O primeiro deles, de natureza eminentemente conjuntural, deriva da convicção subitamente adquirida por agentes do mercado, no exterior e no país, de que, dada a saúde da economia (especialmente no tocante às contas externas), há muito a ganhar apostando em ativos denominados em reais: ganha-se com o enorme diferencial de juros e com a valorização esperada do real. A partir desta percepção vem se desenvolvendo uma crescente demanda por aplicações em reais – que obviamente colabora para a depreciação ainda mais acentuada do dólar frente à moeda brasileira. Desta forma, aquilo que começou de uma forma imprevista e deveria, em princípio, ser revertido (ou, no mínimo, detido, antes de alcançar os atuais níveis), começa a ser visto como um movimento que dificilmente pode ser contido.

O segundo fator, de natureza histórica, e que já se traduz em sérias ameaças a alguns setores, consiste na expansão das importações procedentes da China, a preços que, em determinados casos, chegam a ser inverossímeis. A conjugação da valorização do real com o efeito-China submete a uma brutal pressão competitiva segmentos da indústria brasileira que realizaram enormes avanços desde o início da abertura e que, em condições menos adversas, estariam contribuindo para reforçar o potencial de crescimento da indústria brasileira. O governo tem sem dúvida sido sensível a esta realidade e traduzido em decisões de política industrial as suas preocupações (Lei 11196 de 21 de novembro de 2005).

Assim, conclui o BNDES: após tantos episódios em que se chegou à necessidade de forte elevação dos juros em decorrência da fragilidade da economia, estamos agora diante da necessidade de baixá-los rapidamente por uma quase-imposição do mercado. A situação permite abandonar os juros de UTI, que são incompatíveis com o comportamento do balanço de transações correntes.

Quanto ao segundo problema, convém lembrar que não se trata de uma dificuldade enfrentada pelo Brasil apenas, e sim pela maioria dos países industrializados. Vale sublinhar que frente aos múltiplos efeitos da ascensão chinesa, o problema não é meramente de crescimento, ou não, da economia. O fenômeno chinês parece capaz de induzir por toda parte transformações, inclusive de natureza estrutural. E cabe a cada país, estabelecer a sua estratégia de enfrentamento e reafirmação – com óbvio destaque para a (nova) inserção internacional a ser perseguida. Neste contexto, é necessário enfatizar: o mecanismo do crédito direcionado, que hoje representa cerca de um terço do total de crédito disponível no país, tem sido objeto de crítica. Argumenta-se

que o direcionamento do crédito causa distorções no sistema financeiro, diminui a efetividade da política monetária e inibe o desenvolvimento do crédito privado de longo prazo (Ver Capítulo 4 – Mecanismos operacionais disponíveis e inovações institucionais para financiamento de investimentos).

### **3.3 – Algumas graves advertências**

Começa a sugerir sinais evidentes do uso de excedentes financeiros no aumento em rentismo, de novos avanços do capitalismo financeiro, de elevações dos já altos lucros dos bancos e, principalmente, do envio de recursos para fora do Brasil.

A balança de serviços do país já começa a ameaçar a obtenção de superávits nas contas externas.

Enquanto a balança comercial (exportações e importações) apresentou um resultado em 2005 superavitário em cerca de US\$44 bilhões, a balança de serviços de serviços, que mostra o montante de lucros e dividendos enviados às filiais de empresas de multinacionais instaladas no Brasil, os juros pagos pelo país devido pelas dívidas assumidas, a entrada e saída de dólares na atividade turística, o montante de recursos gastos pelo governo brasileiro com manutenção de embaixadas e consulados do Brasil no exterior e as aplicações financeiras no exterior, apresentou déficit próximo a US\$30 bilhões em 2005, com crescimento próximo a 50% sobre o déficit de US\$20 bilhões registrado no ano passado.

O envio de dólares que as filiais de empresas multinacionais instaladas no Brasil enviaram às suas matrizes estrangeiras, o título de remessas de lucros e dividendos de janeiro de 2005 a fevereiro de 2006 superou US\$10,0 bilhões, com crescimento de cerca de 80,0% em relação a de 2004.

O fluxo de viagens internacionais inverteu-se em 2005, o valor gasto pelos turistas estrangeiros em viagens ao Brasil foi superior à despesa dos brasileiros em viagens ao exterior, e o saldo da conta de viagens internacionais correspondeu à entrada líquida próxima de US\$400 milhões no Brasil. Os resultados de janeiro/fevereiro de 2006 apontam para um crescimento ainda maior dos gastos com viagens internacionais.

Outro fator que contribuiu para o déficit da balança de serviços foi o pagamento líquido de juros feito pelo Brasil como parte dos compromissos de sua dívida de cerca de US\$12,0, contra US\$11,1 bilhões em igual período de 2004.

Finalmente, os gastos com serviços governamentais (basicamente, despesas com embaixados no exterior) subiram para próximos de US\$600 milhões em 2005.

Por outro lado, os brasileiros estão investindo mais no exterior e preferem usar, como porta de entrada, os paraísos fiscais. Levantamento do Banco Central mostra que, em 2004, havia US\$93,243 bilhões de capitais nacionais fora do país, quase 13% a mais do que a cifra vista no ano anterior, o que indica, sobretudo, maior interesse das empresas em expandir suas atividades para outros mercados. Grande parte desse estoque de ativos, indicou ainda a pesquisa, está em paraísos fiscais, que, apesar de estigmatizados por envolvimento em escândalos de desvio e lavagem de dinheiro, são pontos de partida legais e considerados até mesmo usuais para as companhias que decidem investir no exterior.

Esse resultado revela maior inserção de investimentos no exterior e também do maior conhecimento sobre a declaração (de capitais) – explica o chefe do Departamento de Combate a Ilícitos Financeiros e Supervisão de Câmbio e de Capitais Internacionais do BC, Sr. Ricardo Leão – acrescentando que o censo não tem caráter fiscalizatório, apenas estatístico.

Do total investido lá fora, US\$69,196 milhões (ou 74%) são investimentos brasileiros diretos, que englobam empréstimos entre empresas do mesmo grupo e firmas com participação igual ou acima de 10% do capital social de uma companhia. Neste quesito, existiam US\$54,027 bilhões pertencentes a brasileiros no exterior (21% a mais do que em 2003), sendo pelo menos cerca de 60% alocados em paraísos fiscais, volume parecido com anos anteriores. De acordo com o BC, só nas Ilhas Cayman eram US\$13,930 bilhões em 2004, seguido pelas Bahamas, abrigando outros US\$7,825 bilhões.

O setor terciário, que engloba os serviços financeiros, foi responsável por quase todo o volume de investimentos diretos em empresas no ano passado: US\$ 51,720 bilhões, ou 96% do total deste segmento, mantendo a tendência de anos anteriores. Essa cifra é quase 20% maior que a registrada em 2003, quando o setor concentrava US\$43,319 bilhões.

Especialistas consideram favorável que a economia brasileira continua se internacionalizando, apesar de ainda ter um longo caminho pela frente. Em junho último, o BC divulgou uma prévia sobre capitais brasileiros no exterior. O número estimado na época para 2004 era de US\$94,731 bilhões. A diferença entre este montante e o valor fechado se deve a ajustes técnicos.

Logo, com a balança de serviços deficitária, o país precisa de saldos comerciais cada vez maiores. Caso contrário, terá que voltar a recorrer a empréstimos e financiamentos internacionais para fechar seu balanço de pagamento.

Em síntese, os excedentes financeiros que vem sendo obtidos pelas empresas constituem a base para retomada de investimentos no Brasil. O capítulo seguinte a seguir apresenta os mecanismos operacionais disponíveis e sugere inovações institucionais visando eliminar entraves e estimular investimentos.

#### 4 – MECANISMOS OPERACIONAIS DISPONÍVEIS E INOVAÇÕES INSTITUCIONAIS PARA FINANCIAMENTO DE INVESTIMENTOS, ESPECIALMENTE EM INFRA-ESTRUTURA E NO ADENSAMENTO/ENOBRECIMENTO DE CADEIAS INTERSETORIAIS

Este capítulo pretende mostrar que o elevado custo de capital, ao lado do estreito mercado interno, estão entre os principais entraves aos investimentos no Brasil.

Assim como já observado em anteriores ciclos curtos de investimentos, as empresas com capacidade de formação de “Hedges” com exportações procuram tomar empréstimos e, principalmente, captar capitais de risco no mercado internacional de fundos devido ao alto custo de capital no Brasil. Logo, os impactos sobre a conta de capitais no balanço de pagamentos no Brasil devem ser profundamente analisados. Em poucas palavras: o custo de capital no Brasil pode estar perpetuando a vulnerabilidade externa através de crescentes remessas de lucros e de dividendos. (Ver quadro a seguir)

QUADRO 1: VOLUME DE NEGOCIAÇÃO DE ADR NA BOLSA DE NOVA YORK EM 2003

EMPRESAS	VALORES (em milhão de US\$)
Vale do Rio Doce (ON)	401,6
Telemar	279,7
Petrobrás (ON)	226,8
Vale do Rio Doce (PN)	209,5
Telesp Celular	158,3
Petrobrás (PN)	150,4
AmBev	142,6
Companhia Siderúrgica Nacional	131,7
Unibanco	116,2
Embraer	97,9

Fonte: JP MORGAN.

O longo período caracterizado pela falta de investimentos na expansão da capacidade e na modernização da estrutura produtiva, bem como em estradas, ferrovias, portos, energia e logística de um modo geral, têm como resultado o surgimento de graves obstáculos ao escoamento e à distribuição de mercadorias no Brasil, impondo desperdícios, custos de transação e dificuldades para exportações.

Segundo Barat, J<sup>2</sup>., as infra-estruturas começaram a se deteriorar no Brasil por uma multiplicidade de causas. Os anos 80 foram marcados pelo desmoronamento do Estado desenvolvimentista. Houve a crise fiscal e a redução drástica da capacidade de financiar os investimentos do setor público, com colapso dos mecanismos tradicionais de aporte de recursos. Foi o fim de uma contínua expansão da oferta por mais de três décadas. A queda ou estagnação nos investimentos entrou pelos anos 90. Agravou-se com a redução dos financiamentos, abundantes nos anos 70, das entidades multilaterais de crédito – O Banco Mundial (Bird) e o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), em função da crise do Balanço de Pagamentos e da impossibilidade de oferta de contrapartidas com recursos públicos. Outro fator de redução e, até mesmo de paralisação dos investimentos governamentais na infra-estrutura foi a vedação de financiamentos do BNDES às organizações públicas.

Estão visíveis, tanto nos efeitos sobre a qualidade, resultantes da prolongada falta de manutenção sob a gestão estatal, quanto na incapacidade da oferta em atender a

<sup>2</sup>BARAT, J. “Revista Rumos – ABDE”. Março/Abril/2005.

demanda. Entre os exemplos mais gritantes estão: a insuficiência na geração de energia elétrica que já levou ao “apagão”; o estado deplorável das rodovias que resultam na insegurança e nos custos operacionais do transporte; a ineficiência portuária que onera as exportações relacionadas a nossa competitividade.

Num mundo de economia globalizada e relações altamente competitivas, infraestrutura moderna e tecnologicamente adequada é fundamental para garantir produtividade e o nível de competitividade de um País.

Para o autor, após mais de duas décadas de recessão e desorganização da economia, as condições infra-estruturais indicam a deteriorização acelerada das instalações fixas; o declínio na qualidade dos serviços; o colapso do suporte de financiamento público; e o esgotamento da base institucional, com a perda da capacidade de planejamento governamental e de formulação de políticas de longo prazo. Tornou-se necessário redefinir o papel do Estado e implementar novos mecanismos e parcerias para financiamento.

Logo, mesmo considerada a tendência de maior participação do setor privado nos investimentos em infra-estrutura e na sua operação, deve-se considerar que, num país com a extensão territorial do Brasil, os desequilíbrios interpessoais e inter-regionais da renda e as enormes carências historicamente acumuladas, sempre será importante a presença governamental. É inegável o avanço conseguido com as concessões que, em parte, detiveram a deteriorização das instalações fixas e equipamentos de apoio aos serviços infra-estruturais.

Todavia, nas concessões, de forma resumida – e superficial –, a cobrança da tarifa ao usuário remunera os investimentos e os padrões de operação definidos para o seu o prazo de vigência: a engenharia financeira se baseia no conceito de que, para ser viável, um projeto tem que ser financiável, ou seja, um empreendimento atraente, com perspectivas de retorno ao longo do período de concessão. O escalonamento de prioridades e a escolha de projetos se tornam mais seletivos e menos centrados na ótica da obra pública. O que está em jogo é a rentabilidade no longo prazo, capaz de atender às expectativas dos investidores e balizada pelas exigências do poder concedente.

Neste sentido, surge a lei de PPP's – Parcerias Público-Privadas – nasce de uma carência óbvia, aprofundada ao longo de mais de duas décadas de falta de uma visão de longo prazo na condução da política econômica.

Nas PPP's, o custo de implementação de infra-estrutura e/ou operação de um serviço público pode não ser coberto pela tarifa e, por conseguinte, não é passível de concessão convencional. Trabalha-se com o conceito de “tarifa sombra”: o diferencial (ou integral) da tarifa é subsidiado pelo poder público. Isso pode ocorrer na forma de investimentos com recursos públicos e/ou subsídios operacionais. A parceria definida, contratualmente, estabelece as regras e os compromissos dos parceiros públicos e privado. Entre outros dispositivos, permite-se que o setor público assuma riscos vedados pela legislação anterior.

Acelerar a implementação de PPP's e investimentos em expansão e modernização da capacidade produtiva exige reduzir os custos de capital – juros e prazos de financiamentos acompanhados de ausência de mecanismos capazes de gerar novas engenharias financeiras – deverão, com certeza, impossibilitar financiamentos adequados para os investimentos em projetos de longa maturação como os de infra-estrutura.

#### 4.1 – Custo de capital no Brasil

É fundamental, portanto, reduzir custos de capital para estimular investimentos com a expectativa de rentabilidade de 8 a 10% ao ano, o que é necessário para garantir permanentes fluxos de inversos, particularmente em infra-estrutura e projetos intensivos em capital e tecnologia.

O custo de capital no Brasil, tomando como base cálculo a TJLP igual a 7,5% ao ano (inflação mais 3% de juros reais) que, acrescida de comissões e reciprocidades exigidas pelos agentes financeiros e pelo próprio BNDES, bem como os encargos fiscais e as despesas legais para aprovação de projetos, atinge, com certeza, não deve superar o custo de oportunidade do capital entre 8 a 10% ao ano. Conseqüentemente, à remuneração obtida via aplicações financeiras de curto-prazo, a qual pode ser tomada como proxy do custo de oportunidade do capital, aponta o caminho para a redução da taxa SELIC aos níveis máximos de 8% a 10% ao ano.

Em outras palavras: os empreendimentos capazes de atrair investimentos envolvem somente atividades que apresentam alta rotatividade de ativos operacionais, que oferecem perspectivas de elevada taxa de rentabilidade (superior a 13% ao ano) e mínimo prazo de retorno dos recursos alocados (baixo pay-back). São aquelas atividades que tem perspectivas para obter elevadas margens de lucros às custas de patamares de preços que podem, inclusive, exercer pressões inflacionárias. Assim, os investimentos em infra-estrutura e em expansão/modernização industrial intensivos em capital e tecnologia, necessários para garantir crescimento duradouro, despertam menos interesse dos empreendedores.

É urgente, portanto, tornar o custo de capital compatível com taxas de retorno entre 6 e 8% ao ano, o que exige reduzir a TJLP a 7/8% ao ano, minimizar comissões e reciprocidades exigidas pelos agentes financeiros e pelo próprio BNDES, bem como reduzir significativamente as despesas legais e tributárias sobre investimentos.

Além da redução de spreads bancários e do fortalecimento do mercado de capitais, perfeitamente factíveis, são necessárias, também, linhas de crédito especiais para atender as necessidades de capital de giro que antecedem investimentos (pesquisas de mercado, elaboração de projetos, encomendas de máquinas e de insumos, etc.) e que, posteriormente, promovem o crescimento das transações mercantis resultantes dos próprios investimentos.

Sob esta ótica, é válido apontar uma série de possibilidades de inovações institucionais que poderão suavizar entraves ao processo de investimento, de maneira a e ampliá-lo e agilizá-lo. Num momento de nossa história econômica em que ainda não se constituiu um modelo de financiamento maduro para uma expansão sustentada – apesar do modelo financeiro anterior ter entrado em colapso no final dos anos 70 – as proposições revestem-se de capacidade estruturante. As inovações assinaladas caracterizam-se, ademais, por reunirem uma série de medidas de operacionalização relativamente fácil, que poderão contribuir, sem retardos, para dar sustentabilidade à expansão econômica em andamento, transformando-a em “ciclo” de crescimento.

O segundo conjunto de entraves é relativo aos gargalos da infra-estrutura: existência de pontos de estrangulamento de transportes (rodovias/ferrovias/ portos); indefinidos marcos regulatórios para as atividades de infra-estrutura em geral; ausência de regulamentação específica, principalmente do setor segurador, para adequado funcionamento de SPE's (Sociedades de Propósitos Específicos) e de PF (Project Finance); e a lentidão do sistema legal/burocrático envolvido no processo de licenças ambientais.

Um conjunto de mecanismos institucionais disponíveis e outro de inovações institucionais compreendendo, ao todo 14 proposições, compreendem, de um modo geral, estratégias para enfrentar os entraves e estimular investimentos:

#### **4.2 – Mecanismos operacionais disponíveis**

4.2.1 - fundos de investimentos em participações (Parcerias Público-Privadas) – Esse tipo de fundo foi instituído pela Instrução CVM Nº 391/03 que dispõem que os fundos sejam constituídos sob a forma de condomínios fechados, sendo uma comunhão de recursos destinados à aquisição de ações, debêntures, bônus de subscrição, ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas, participando do processo decisório da companhia investida, com efetiva influência, participando de sua política estratégica e na sua gestão, notadamente através da indicação de membros do Conselho de Administração.

Os FIP's podem se tornar, veículos adequados para congregar os interesses dos investidores dispostos a participar dos projetos PPP's. Entretanto, cabe frisar que, em linha com a legislação já desenvolvida será preciso traçar diretrizes adequadas para a elaboração dos editais de licitação, de modo que as prioridades dos investidores estejam contemplados nas necessidades dos projetos, e vice-versa, permitindo maior alavancagem financeira em favor dos objetivos governamentais e privados;

4.2.2 - mecanismos para financiar a infra-estrutura – recém sancionados pelo Presidente da República a Lei 11.196/2005, que se converteram na lei chamada MP do Bem. A versão original da MP sofreu alterações positivas no Senado, uma das quais possui especial relevância para o setor de infra-estrutura. Trata-se da instituição de dois novos mecanismos de garantia sugeridos pelo Ministério do Planejamento e pelo BNDES, que tornam mais seguros os financiamentos concedidos às concessionárias de serviço público: a cessão fiduciária de recebíveis e os step-in rights.

Pode-se dizer que o texto básico da antiga “MP do Bem” foi mantido. Uma das principais medidas que voltou a vigorar é a redução a zero da alíquota do PIS e da Cofins nas vendas e na importação de máquinas e equipamentos novos para empresas com exportações igual ou superior a 80% de sua receita. Além das medidas de incentivo à exportação, incluem ainda a isenção do IPI sobre máquinas e equipamentos, do PIS e da Cofins para empresas exportadoras de software, a nova lei manteve benefícios aos setores de previdência privada, inovação tecnológica, inclusão digital, micro e pequenas empresas, crédito agrícola, mercado de derivativos e ainda manteve a ampliação dos prazos para o recolhimento de atributos para pessoas jurídicas.

4.2.3 - elevação do limite de enquadramento para micro e pequenas empresas de R\$120 mil e R\$1,2 milhão para R\$240 mil e R\$2,4 milhões, respectivamente. Os demais artigos da MP 255 atendem a demanda de setores específicos. Além disso, os municípios tiveram a ampliação de 60 para 240 meses do prazo para parcelar dívidas com o INSS. Para uma análise detalhada das disposições da “MP do Bem” que foram mantidas, bem como das não convertidas e daquelas introduzidas pela lei.



- 4.2.4 - perpetuação e agilização operacional do programa de depreciação acelerada já adotado e criação de fundos de investimentos baseados na depreciação acelerada cruzada entre empresas. Tal mecanismo dá às empresas a faculdade de utilizar os recursos envolvidos em sobras contábeis apuradas via mecanismos fiscais de depreciação acelerada, em um fundo de investimento com o objetivo de financiar projetos de outras empresas de uma mesma cadeia intersetorial;
- 4.2.5 - articulação entre BNDES, Banco do Brasil e fundos de pensão para a criação de empresas de *venture capital* com os objetivos de aproveitar oportunidades de gerar produtos resultantes de pesquisas da Petrobrás (CEMPES), da Vale do Rio Doce, do Instituto de Pesquisa de Tecnologia de Telecomunicações, da EMBRAPA, etc., e compatíveis com o desenvolvimento de pequenos empreendimentos de alta tecnologia (novos materiais, nanotecnologia, biotecnologia, biocombustíveis, minérios industriais e terras raras, etc.);
- 4.2.6 - aperfeiçoamento dos marcos e das agências regulatórias para os setores rodoviário e ferroviário, de saneamento básico, etc., assim como a promoção recente de mudanças para o setor elétrico e as que estão sendo propostas pelo ministério de telecomunicações.
- 4.2.7 - instalação do sistema de apoio à PITCE - Política Industrial, Tecnológica e de Comércio Exterior.

### **4.3 – Inovações Institucionais**

- 4.3.1 - convocação do BNDES, do BB e da SPC (Secretaria de Previdência Complementar que controla os Fundos de Pensão), tanto para criar novos fundos de investimentos, quanto para definir estratégias de reestruturação e de fortalecimento do mercado de capitais. Sem ativa participação do BNDES através da BNDESPAR, do BB através do BB-BI e da SPC, será extremamente difícil o fortalecimento e a diversificação do mercado de capitais e, conseqüentemente, da redução do custo de capital no Brasil. O mercado de capitais deve estar capacitado para financiar projetos de longa maturação característicos de setores envolvidos nas prioridades objetos da coordenação governamental: siderurgia, petroquímica, mineração, bens de capital, construção naval, indústria aeroespacial, bem como a estruturação de *ventures-capital* e de PPP's;
- 4.3.2 - mobilizar, por intermédio de coordenação presidida pelo próprio Presidente da República, os Bancos Oficiais e os Fundos de Pensão para apoiarem as PPP's, o acesso ao crédito pelos micro e pequenos empreendimentos, a política industrial e o comércio exterior. Aumentos de sinergias, de escala e de complementaridades, resultarão na elevação da eficiência e na redução de custos viabilizando projetos fundamentais para a expansão/modernização da estrutura produtiva e da infraestrutura;
- 4.3.3 - envolver permanentemente o BNDES, o BB, a CEF no apoio à PITCE – Política Industrial, Tecnológica e de Comércio Exterior através tanto da criação de fundos investimentos, quanto em parcerias em empreendimentos estratégicos;

- 4.3.4 - criar a BRPAR ou PROBRASIL – Empresa Nacional de Ativos – integralização do capital com ações do BB e de suas subsidiárias, do BNDESPAR, da Petrobrás, da Eletrobrás, do IRB, etc. O objetivo é capacitar o governo a participar, minoritariamente, e sempre que convocado, de parcerias para viabilizar *Project Finance* de Sociedades de Propósito específico (SPEs) constituídas para concessões e para as PPP's prioritárias envolvidas em grandes projetos de infra-estrutura (Ver texto para discussão: Investimentos em Infra-Estrutura e Redução da Dívida Pública – O Papel Fundamental de uma Empresa Nacional de Ativos como Estratégia de Governança Pública);
- 4.3.5 - utilizar, seletivamente, os depósitos compulsórios para redução de taxas de juros para investimentos prioritários por meio de autorizações do Conselho Monetário Nacional. A flexibilização sempre deverá ter por objetivo canalizar recursos para algumas atividades selecionadas, capazes de responder, com velocidade, aos aumentos da produção diante de pressões efetivas e/ou projetadas da demanda. O objetivo pode e deve ser compatibilizado com o de cumprimento das metas de expansão monetária necessárias e adequadas à consecução da política de estabilidade de preços;
- 4.3.6 - estruturar novas linhas de crédito pelos bancos oficiais, em que as garantias tenham como base as estratégias empresariais e os planos de negócios contemplando projetos de investimentos com comprovada viabilidade e garantidos por seguros especiais (Seguro de Performance). É perfeitamente factível substituir garantias reais por garantias baseadas em seguros e na própria formação de ativos resultantes do projeto objeto do financiamento;
- 4.3.7 - fomentar a geração de novos fundos de investimentos setoriais e intersetoriais com gestão compartilhada entre os investidores, os usuários e os bancos gestores. É factível formatar fundos mútuos de investimentos para outros setores como, por exemplo, telecomunicações, petroquímica, energia, etc. É possível, também, estruturar fundos de investimentos setoriais: setores com capacidade ociosa poderão aplicar em fundos de investimentos para financiar clientes de modo a garantir a elevação de produção e de vendas das empresas investidoras (por exemplo: os setores de fertilizantes e de máquinas e implementos agrícolas podem constituir um fundo de investimento a ser aplicado no crédito para investimentos e para custeio da produção agrícola);
- 4.3.8 - criar um Fundo de Investimentos com Recursos Externos – Fundo Mútuo de Investimentos, que pode ser criado pelo BB, em parceria com o BNDES, aproveitando o interesse de investidores institucionais de fora do país em associar-se com os grandes fundos de pensão brasileiros em projetos de investimento com maturação a longo prazo – inclusive os de infra-estrutura;
- 4.3.9 - estudar a viabilidade de estruturar um Fundo de Investimentos com 20 a 30% das reservas internacionais para participar de projetos intercontinentais de infra-estrutura capazes de obter rentabilidade superior às aplicações no mercado financeiro internacional. No caso brasileiro, as taxas de juros internas são altas e, por isso, é também alto o custo de acumular reservas;

- 4.3.10 - rever estímulos tributários para a criação de títulos públicos e privados de longo-prazo, tais como a implantação de um sistema de tributação declinante (quanto maior o prazo de aplicação financeira, menor a tributação). Por enquanto, o alongamento dos prazos ainda se restringe a 24 meses, e cabe buscar alternativas para atração de recursos com prazos bem mais longos. Ex: títulos de 30 anos com zero de tributação de IR, IOF, CPMF), o que reduz custos de transação envolvidos nas intermediações bancárias quando de reaplicações financeiras, principalmente dos fundos de pensão e de investidores institucionais de um modo geral. Em outras palavras, o objetivo é definir incentivos fiscais para promover, via incentivo de tributação declinante: a) a migração dos estoques das riquezas financeiras e patrimoniais acumuladas como resultado de histórico processo de concentração de renda no Brasil para aplicações de médio e de longo-prazo (quanto maior o prazo de aplicação financeira menor a tributação); e b) a canalização dos fluxos gerados pelos fluxos de rendimento de propriedade (lucros, juros, dividendos, aluguéis) em fase de significativa expansão, para novos Fundos de Investimentos de médio e longo-prazo;
- 4.3.11 - estruturar moderna *trading*, por meio de parceria do BNDES, BB e outros bancos, empresas de engenharia, PETROBRÁS, CVRD e outras exportadoras, especialmente desenhado para estruturar complexas operações de financiamento. O propósito é maximizar exportações de serviços acompanhadas de vendas de insumos, de máquinas, equipamentos e componentes, etc., através de linhas específicas de financiamentos;
- 4.3.12 - criar mecanismos para melhorar os sistemas de logística, de transportes e de portos, através de apoio à instalação de PLIs – Plataformas Logísticas Integradas (complexo empresarial compreendendo estação aduaneira do interior, delegacia da receita federal, agência bancária, centro de serviços, mini-distritos industriais, áreas para armazenagem e para movimentação de cargas) estrategicamente localizadas com o objetivo de dinamizar regiões intermodais – rodovias e ferrovias – com vocações exportadoras, o que, com certeza, reduzirá custos de escoamento, de distribuição e de transação de mercadorias;
- 4.3.13 - estruturar fundos especiais de investimentos com tributação declinante inversamente proporcionais aos resultados esperados de cada projeto (Ver 4.3.9).

O Quadro 2 sintetiza uma combinação de instrumentos operacionais e de inovações institucionais que podem ser usados por uma necessária coordenação governamental de investimentos, nos setores abordados durante a pesquisa. Sugere-se que o passo seguinte venha a ser a formulação de um modelo ou sistema de governança, pelo setor público, do processo de investimento no Brasil.

Cabe sugerir, finalmente, algumas medidas para melhor aproveitamento de vantagens comparativas estáticas, tais como a exploração de recursos naturais (minérios industriais estratégicos, terras raras, petróleo, biodiversidade, etc.) e adequado sistema de geração de vantagens comparativas dinâmicas (inovações do sistema de financiamento dos investimentos; diferenciado aparato de apoio ao desenvolvimento científico e tecnológico, etc.) serão capazes de estimular a expansão e a modernização

da estrutura produtiva voltada tanto para o mercado interno, quanto para substituir importações e para elevar exportações.

Neste sentido, será fundamental a coordenação ativa de governo para estimular a criação de empresas vocacionadas para o aproveitamento de oportunidades inerentes aos próprios ciclos de crescimento. Essas empresas, que se caracterizam pela elevada criatividade e ousadia, além de eficazes estratégias que implementam em cada período de crescimento dos seus negócios, podem se tornar grupos econômicos altamente competitivos no ambiente internacional contando com estímulos governamentais próprios do exercício de suas funções estruturantes na promoção do desenvolvimento.

Em suma: é perfeitamente factível dar continuidade ao uso de instrumentos macroeconômicos, imprescindíveis para manter a estabilidade de preços e o equilíbrio fiscal, sem prejuízo da adoção de medidas capazes de estimular investimentos e gerar empregos, reduzir desigualdades sociais e regionais, eliminar pontos de estrangulamentos de infra-estrutura e, o mais importante: ter o sucesso permanente no controle da inflação e do balanço de pagamento, simultaneamente com objetivos e prioridades mencionados.

QUADRO 2: COORDENAÇÃO DE POLÍTICAS GOVERNAMENTAIS PARA INVESTIMENTOS POR SETORES

<b>INOVAÇÕES INSTITUCIONAIS E NOVOS INSTRUMENTOS OPERACIONAIS</b>	<b>EMPRESAS GOVERNAMENTAIS DE ATIVOS (BRPAR, p/ex.) - CAPITAIS DE RISCOS PARA SPE's DE PPP's</b>	<b>LINHAS DE CRÉDITO PARA PF (PROJECT FINANCE) DE SPE's (Sociedades para Propósitos Específicos) - SEGUROS (x) GARANTIAS REAIS</b>	<b>LINHAS DE CRÉDITO PARA PROJETOS GARANTIDOS PELA SUA PRÓPRIA VIABILIDADE EM SUBSTITUIÇÃO DE GARANTIAS REAIS</b>	<b>FLEXIBILIZAÇÃO SELETIVA DE DEPÓSITOS COMPULSÓRIOS PARA LINHAS DE CRÉDITO ESTRATÉGICAS</b>	<b>DEPRECIÇÃO ACCELERADA SELETIVA EM FUNÇÃO DE PLANOS DE INVESTIMENTOS DE PLANOS DE NEGÓCIOS</b>	<b>LEASING DE 5 ANOS COM JUROS DE ATÉ 1,5% AO MÊS, PARA MICRO E PEQUENAS EMPREENHIMENTOS</b>	<b>FUNDOS DE INVESTIMENTOS SETORIAIS E INTERSECTORIAIS</b>	<b>PARCERIA DOS BNDESPAR, BB-BI, SPC E SUSEP PARA FORTALECER E DIVERSIFICAR MERCADO DE CAPITAIS</b>
SIDERURGIA			X		X		X	X
MINERAÇÃO			X		X		X	X
PETRÓLEO			X		X		X	X
PETROQUÍMICA			X		X		X	X
INDÚSTRIA NAVAL			X		X		X	X
INDÚSTRIA AVIAÇÃO			X		X		X	X
LOGÍSTICA	X	X	X					
SERVIÇOS DE ENGENHARIA	X	X	X					
REFLORESTAMENTO			X				X	
COMPLEXO AUTOMOTIVO			X	X	X	X		X
MÁQUINAS E EQUIP.			X	X	X	X		X
ELETROMECÂNICO	X		X	X	X	X		X
AGRONEGÓCIOS			X		X	X		
TÊXTIL/CONFECÇÃO			X		X	X		
TELECOMUNICAÇÕES	X		X		X		X	X
CELULOSE/PAPEL			X		X			X