



## Notas sobre o longo “vôo da galinha”

Marcelo Curado\*

### Introdução

A Confederação Nacional da Indústria (CNI) publicou em recente artigo<sup>17</sup> um amplo conjunto de informações estatísticas relevantes ao debate sobre os problemas do crescimento econômico brasileiro. Sucintamente, merecem destaque:

- i) A economia brasileira cresce, há dez anos seguidos, a uma taxa inferior ao da média internacional. Entre 1996 e 2005 o PIB brasileiro expandiu-se 22,4%, enquanto a economia mundial cresceu 45,6%;
- ii) A manutenção da taxa atual de crescimento do PIB *per capita* – a média dos últimos dez anos foi de 0,7% ao ano – faz com que o país leve um século para dobrar a sua renda *per capita*;
- iii) A economia brasileira vem crescendo menos do que os países latino-americanos. Em 2005 o país cresceu 2,3%, resultado superior ao verificado apenas pelo Haiti. Na última década o PIB *per capita* mexicano cresceu três vezes mais que o brasileiro;
- iv) O Brasil apresenta um baixo nível de investimento como proporção do PIB. Entre 1995 e 2004 o Brasil investiu, em média, 19,3%, enquanto nos países emergentes da Ásia estes investimentos alcançaram 32,6% do PIB. A taxa de investimento com proporção do PIB brasileira é inferior aos dos países desenvolvidos (21,3%), dos países do Leste e Centro Europeu (23,9%) e da América Latina (22,1%).

O artigo da CNI argumenta que, ao menos em parte, o baixo crescimento registrado nos últimos anos pela economia brasileira é o resultado do reduzido volume de investimentos. O artigo, no entanto, não elabora uma discussão mais detalhada sobre as causas deste problema. Estas breves notas tem como objetivo apresentar alguns elementos ao debate, com intuito de promover a discussão sobre as possíveis causas do reduzido ritmo de expansão dos investimentos na última década na economia brasileira. Apresentam-se também, com intuito

---

\* Professor do Departamento de Economia da Universidade Federal do Paraná (UFPR) e Professor do Programa de Pós-Graduação em Desenvolvimento Econômico. Endereço eletrônico: [mcurado@ufpr.br](mailto:mcurado@ufpr.br)

<sup>17</sup> CNI Informa – Notas Econômicas – Ano 7 – n.89 – 15 de março de 2006.

de fomentar o debate, algumas propostas de políticas para a promoção da expansão dos investimentos.

### **O esgotamento do padrão de crescimento**

Os resultados apresentados pelo artigo da CNI fazem parte de uma tendência mais longa de baixo crescimento do produto, verificada desde o início dos anos 80. Num plano mais geral, os pífios resultados obtidos desde o início dos anos 80 refletem o *esgotamento do padrão de crescimento* que caracterizou as principais fases de expansão da economia, com destaque para o longo período compreendido entre 1967-1979.

A caracterização deste padrão de crescimento é amplamente conhecida na literatura e não vale à pena repeti-la em toda a sua extensão. Destaca-se como elemento relevante deste padrão, em função de sua importância para o argumento, o papel central desempenhado pelos investimentos do Estado brasileiro, em particular na construção dos setores de infra-estrutura (energia, telecomunicações e infra-estrutura de transportes entre outros).

É preciso lembrar neste ponto que a *lógica da tomada de decisão Estatal difere profundamente da lógica de investimento privado*. O amplo conjunto de investimentos realizados pelo Estado brasileiro entre 1974 e 1979, durante o período de execução do chamado II Plano Nacional de Desenvolvimento (PND), tinha como objetivo a superação do subdesenvolvimento e o estabelecimento do país no grupo de nações desenvolvidas. A rentabilidade esperada dos investimentos, seu custo de reposição ou mesmo a possibilidade de aplicações alternativas dos recursos pouco ou quase nada afetava estas decisões.

A crise financeira do Estado e o processo de privatização realizado ao longo dos anos 90 alteraram profundamente este cenário. A redução do papel do Estado na economia, desejável sob diversos aspectos, trouxe consigo um elemento novo para a economia brasileira, qual seja, a ampliação imediata da importância dos investimentos privados na definição dos rumos da economia. A redução dos investimentos e do ritmo de crescimento econômico guarda estreita relação com equívocos na condução da política econômica em seus planos fiscal, monetário e cambial num contexto em que, como anunciado, a decisão de investir passa a ser eminentemente privada.

A realização de um investimento privado leva em conta os ganhos *esperados* – descontado evidentemente o custo de aquisição - ao longo de toda a vida útil do bem de capital adquirido. Leva em conta também a possibilidade de ganhos superiores através da alocação do recurso em outros ativos financeiros. Como regra geral, a expectativa de ganho

com a realização dos investimentos deve superar os ganhos esperados (ou conhecidos) da aplicação dos recursos em ativos financeiros<sup>18</sup>.

O *estado de confiança* do sistema torna-se, portanto, uma variável fundamental para a realização dos investimentos privados. Durante a década de 80 o agravamento do problema inflacionário e os fracassos dos chamados “planos heterodoxos” de combate à inflação ampliaram substancialmente a incerteza do ambiente econômico. É fácil compreender os efeitos de uma inflação crônica e crescente e de um conjunto de intervenções governamentais que incluíam políticas de congelamento de preços sobre o estado de confiança dos empresários, em particular sobre a decisão de investimento. Qual seria o estado de confiança prevalecente numa economia que chegou a apresentar inflação mensal superior a 80%? Qual seria o estímulo ao investimento derivado de sucessivos congelamentos de preços?

A estabilidade de preços obtida a partir de 1994 com a execução do Plano Real abria para a economia brasileira um novo cenário, marcado pela esperança na retomada do crescimento. No entanto, desde então, a condução da política macroeconômica tem se revelado um dos principais obstáculos para o desenvolvimento de um estado de confiança favorável à realização dos investimentos privados, isto porque em suas esferas fiscal, monetária e cambial tem contribuído para a redução do ganho esperado dos investimentos produtivos.

A política fiscal implementada desde o Plano Real (com maior ênfase a partir de 1999) tem se caracterizado pela geração de superávits primários através da elevação da carga tributária e da redução dos investimentos do Estado, porém com manutenção e/ou ampliação dos gastos correntes. Parece evidente que esta política reduz a expectativa de ganho derivado dos investimentos produtivos. Ao elevar a carga tributária, sobretudo através da ampliação de impostos indiretos, o Estado brasileiro reduz a expectativa de ganho através de três mecanismos: i) reduz diretamente a rentabilidade dos negócios privados; ii) reduz a renda disponível para gastos das famílias, reduzindo o potencial de consumo e, portanto, de demanda da economia; e iii) por perceberem que se trata de um ajuste parcial, os agentes econômicos têm razões para acreditar que – num contexto de manutenção dos gastos - novas elevações de impostos serão realizadas.

---

<sup>18</sup> É bem verdade que, em função da elevada precariedade informacional, boa parte das decisões de investimento tem como base elementos psicológicos, tais como o desejo de construir uma fábrica ou de permanecer num negócio.

As políticas monetária e cambial passaram tecnicamente por duas fases distintas. Na primeira, entre 1995 e janeiro de 1999, o controle da inflação ficou concentrado na política cambial através da utilização de um sistema de bandas cambiais que, na prática, promoveu uma forte valorização do Real. A decorrente geração de déficits comerciais e em transações correntes e a necessidade de manter uma entrada líquida de recursos na conta de capital tornaram necessária a manutenção de um diferencial de juros real, em particular em momentos de instabilidade do sistema financeiro internacional, tais como os ocorridos nas crises da Ásia em 1997 e da Rússia em 1998.

A implantação do sistema de metas de inflação em julho de 1999 trazia a esperança de que a taxa de juros real pudesse ser reduzida. No entanto, tem-se assistido, em grande medida, em função do excessivo conservadorismo do Copom, a manutenção de um diferencial de juros real extremamente elevado, garantindo em diversos momentos o posto, nada desejável, de maior taxa de juros real do mundo.

Desde 1999 a tônica da política cambial tem sido – com raras exceções - a de acreditar que as livres forças do mercado devem definir a taxa de câmbio. Esta política desconsidera dois aspectos centrais da atual valorização da moeda: i) que a manutenção dos elevados diferenciais de juros contribuem de modo não desprezível para este resultado e ii) que a economia mundial passa por um momento de particular ampliação da liquidez internacional, em particular para os países emergentes.

A combinação destas políticas contribui para a redução das expectativas de ganho dos investimentos privados em diversos sentidos: i) a manutenção por uma década de uma taxa de juros real elevada reduz a capacidade de consumo das famílias, o que tende a reduzir o potencial de vendas da economia; ii) os juros elevados também ampliam a rentabilidade dos ativos financeiros, o que desestimula investimentos e gastos com consumo; iii) a instabilidade na taxa de câmbio, em particular sua extrema volatilidade a partir de 1999, amplia a incerteza dos agentes, sobretudo no que tange aos investimentos direcionados para o mercado externo. Emperra-se, desta forma, um dos elementos mais importantes para o sucesso econômico de um país, qual seja, a conquista de mercados externos.

O “resumo da ópera” é o seguinte. Nos últimos dez anos temos assistido a: i) uma ampliação da carga tributária com manutenção e/ou elevação dos gastos correntes; ii) manutenção de uma elevada taxa de juros real; e iii) forte instabilidade da taxa de câmbio, em particular após 1999. Este conjunto de políticas reduz o *retorno esperado* dos investimentos privados e amplia a *incerteza* do ambiente econômico.

Feito o diagnóstico é necessário apresentar, ainda que de forma preliminar, algumas propostas para reflexão e estímulo da discussão.

O ajuste fiscal pleno deve ser o ponto de partida de uma proposta de alteração da atual política macroeconômica. Por ajuste fiscal pleno entende-se a obtenção do equilíbrio fiscal em seu conceito mais amplo, qual seja o nominal. Este ajuste deve ser promovido através do corte nos gastos correntes do governo com gradual redução da carga tributária como proporção do PIB. A obtenção destes resultados será possível através de alterações constitucionais que permitam o redimensionamento do Estado, assim como a ampliação de sua eficiência. Este ponto de partida é também um dos mais difíceis de ser executado, tendo em vista as resistências naturais que devem ser encontradas, particularmente de grupos de interesse atualmente organizados.

Este ajuste fiscal pleno, combinado com alterações pontuais no sistema de metas de inflação, deve permitir a redução da taxa de juros real para patamares civilizados, o que por si só deve permitir uma redução da instabilidade no mercado de câmbio. Embora a manutenção da flutuação cambial seja desejável, por ser mais consistente no médio e longo prazo, não se deve descartar a utilização de intervenções pontuais no mercado de câmbio, sobretudo quando as condições de liquidez internacional apontarem para uma valorização da moeda que reduza a competitividade dos produtos nacionais no mercado internacional. Deve-se destacar que tais intervenções não se constituem em nenhuma novidade, sendo previstas num regime de *dirty floating* como o atualmente em vigor no Brasil.

Em suma, é preciso compreender que as políticas macroeconômicas – muitas vezes consideradas pelo pensamento convencional como relevantes apenas no curto prazo – afetam de modo não desprezível o estado de expectativas de longo prazo da economia. Nestes últimos dez anos temos assistido, grosso modo, a implementação de um conjunto de políticas macroeconômicas que age no sentido de reduzir o ganho esperado com a realização de investimentos produtivos e/ou ampliar a incerteza do sistema, elementos que não podem ser desconsiderados no entendimento dos baixos níveis de investimento e de crescimento do produto da economia.

