

## A ESTABILIDADE ECONÔMICA E O FINANCIAMENTO DO DESENVOLVIMENTO

*Regis Bonelli*

*Diretor das áreas de Planejamento e Operações Industriais I e II  
do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).*

*Com a colaboração de  
Armando Castelar Pinheiro e  
Fernando Abrantes.*

### 1 A ESTABILIDADE ECONÔMICA

A mais importante lição dos últimos 15 anos de crise econômica quase ininterrupta no Brasil é a de que sem estabilidade econômica não é possível crescer de forma sustentada. A experiência mostra, assim, que a estabilidade econômica deve ser o principal objetivo a ser perseguido por um governo que tenha como meta acelerar o crescimento econômico. A história de outros países que passaram por períodos de altíssima inflação ensina, além disso, que a estabilização não é apenas um passo, mas uma longa caminhada, onde é necessário ultrapassar diversos e difíceis obstáculos.

No caso brasileiro, uma leitura atenta dos textos que implementam o Plano Real revela que este é principalmente, mas não exclusivamente, um programa antiinflacionário. Este reconhecimento implica dois pontos da maior importância. Primeiro, que o Governo Federal elegeu o combate definitivo ao processo inflacionário como objetivo prioritário de política econômica a ser perseguido por um período de tempo tão longo quanto seja necessário para acabar com a inflação. Segundo, que o ajuste das contas públicas e a melhoria do funcionamento do setor público como um todo deverão ser processados de forma tal que não inibam - antes muito pelo contrário,

estimulem - um processo de retomada do crescimento econômico em bases sustentadas. A conciliação destes dois objetivos é que constitui, a médio prazo, o principal desafio para a política econômica brasileira nos anos à frente.

Em 1º de julho de 1994, quando foi feita a mudança de padrão monetário, com a introdução da nova moeda e a drástica queda da inflação, a economia brasileira já vinha de um período de crescimento com duração de mais de um ano. Ao final do segundo trimestre de 1994, por exemplo, o Produto Interno Bruto (PIB) apresentava crescimento anual de 4%, com a indústria tendo elevado sua produção em mais de 5%. O Plano Real reforçou essa tendência de crescimento. Como consequência do fim do imposto inflacionário, mudou também o perfil da atividade manufatureira, com o crescimento mais do que proporcional dos bens de baixo valor unitário. Estes vinham mostrando, até o início do Plano Real, desempenho medíocre, enquanto a produção de bens duráveis crescia aceleradamente.

Como seria de se esperar, a queda da inflação foi seguida de rápida expansão do consumo doméstico, impulsionada pelo aumento da renda dos mais pobres, com o fim do imposto inflacionário. Decorrido um ano desde o lançamento do Plano Real, é visível a elevação do nível de atividade trazida pelo ambiente de estabilidade. Previsões para dezembro de 1995 estimam um crescimento de 9,3% para a indústria e de 6,4% para o PIB. No curto prazo, no entanto, o crescimento tem que ser monitorado, para que se evitem pressões indevidas sobre os preços. A austeridade fiscal, os compulsórios sobre os passivos de agentes financeiros e a manutenção das taxas de juros acima dos níveis internacionais, apenando assim a retenção de estoques, fazem parte do conjunto de medidas adotadas.

O gerenciamento da demanda agregada vem sendo complementado pela abertura da economia às importações que, apesar de já expressiva na época de lançamento do Plano Real, foi aprofundada em setembro/outubro passado, com nova rodada de reduções de tarifas e eliminação de várias barreiras não-tarifárias que ainda sobreviviam. A imposição de restrições sobre a importação de alguns bens duráveis de consumo deve ser vista como temporária e não está em desacordo com experiências em diversos países. Além disso, buscando o caminho da consolidação e aprofundamento do Plano Real, o Governo iniciou, com a criação da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), em primeiro de dezembro de 1994, o árduo trabalho de desindexação plena dos mercados financeiros.

A limitação do crescimento da demanda doméstica, a existência de alguma capacidade ociosa e a abertura às importações têm garantido a estabilidade, com crescimento, neste primeiro ano. Obviamente, contudo, estas políticas precisam ser conjugadas com outras medidas, se se pretende retomar o caminho do crescimento sustentado. Para ser mais claro: a médio e longo prazos, a expansão da demanda precisa ser acompanhada do aumento da capacidade de produção interna de bens e serviços.

A questão que naturalmente se coloca é a de qual o modelo que irá presidir sobre o novo ciclo de inversões nesta virada de década, século e milênio. Alguns traços já se delineiam, a partir da difícil experiência de ajuste do setor produtivo, vivenciada em 1990-93. Os ganhos então obtidos, em termos de enxugamento de estruturas organizacionais, ganhos de produtividade e melhoria de competitividade, foram enormes. Representam enorme avanço para o desempenho de uma indústria antes enormemente protegida - e, por causa disso, em boa medida, ineficiente - como era a que atravessou o ciclo de crescimento anterior e sobreviveu à crise da dívida externa e ao regime de superinflação da segunda metade dos anos 1980 e início dos 1990. Não nos esqueçamos, no entanto, que a competitividade é um alvo móvel, que é preciso perseguir continuamente.

O que distingue este final de século dos demais períodos de nossa experiência recente é, antes de tudo, o reconhecimento: (a) de que o Brasil não mais opera em regime de restrição de divisas mas, antes, integra-se cada vez mais aos fluxos internacionais de bens, capitais e tecnologia; (b) de que está superada a dicotomia mercado interno *versus* mercado externo como motor do desenvolvimento econômico, aceitando-se que o crescimento de ambos é possível e desejável; (c) de que caberá crescentemente ao setor privado papel de destaque nos investimentos produtivos; (d) de que o setor produtivo estatal perderá peso relativo e absoluto, mas ganhará relevo em seu papel regulatório, de defesa da concorrência interna e externa, e na desregulamentação de inúmeras atividades; (e) de que o gasto corrente do setor público tradicional estará cada vez mais orientado para a área social e de melhoria das condições de vida da população; e (f) finalmente, mas não menos importante, de que o investimento do setor público - compreendendo essencialmente o governo central - dará uma contribuição menor do que no passado para a formação bruta de capital fixo da economia brasileira.

Esta última afirmativa é claramente menos consensualmente aceita do que as demais. Ela é um corolário, tanto da necessidade de maiores gastos

na área social quanto do fato de que, com preços estáveis, o Estado brasileiro perde inevitavelmente o acesso a uma importante fonte de recursos frequentemente utilizada no passado, o imposto inflacionário. Assim, não havendo a possibilidade de incorrer em déficits significativos no orçamento estatal de longo prazo, restará ao Estado um papel de menor expressão no financiamento direto do investimento, em relação ao que se observou no passado. Não obstante, sua contribuição indireta - seja como regulador, seja como indutor, seja por intermédio de suas diversas agências, dentre as quais se destacam o Banco do Nordeste do Brasil (BNB) e o BNDES - não deve ser minimizada; pelo contrário, é nessas áreas que um Estado moderno e enxuto tem condições de atuar mais eficientemente.

A manutenção da estabilidade econômica e a retomada do crescimento sustentado passam, portanto, pela expansão da capacidade produtiva do País, a única maneira de, a longo prazo, satisfazer a demanda dos consumidores a preços estáveis. O que se alcançar em termos do aumento de capacidade produtiva, por sua vez, será o resultado da combinação de maior utilização de insumos e de uma elevação da sua produtividade.

O restante desta exposição irá analisar duas questões. Enfatizando que essas são políticas de oferta, e com o objetivo de organizar a apresentação, as medidas que devem ser levadas a termo nos próximos anos foram agrupadas em duas categorias:

- a) aquelas orientadas para a redução do "custo Brasil"; e
- b) aquelas voltadas para a ampliação dos recursos disponíveis para o financiamento do desenvolvimento.

## **2 A REDUÇÃO DO CUSTO BRASIL**

O crescimento econômico moderno resulta da conjugação de três ordens de fatores: elevada taxa de poupança e investimento, apropriada qualificação da mão-de-obra e um desenho institucional que favoreça a eficiente aplicação de recursos produtivos.

Quanto a este último aspecto, o Brasil implementou nos últimos anos um grande número de reformas estruturais visando fortalecer os mecanismos de mercado e aumentar sua influência nas decisões de alocação de recursos.

Entre estas deve-se mencionar: liberalização do comércio exterior; privatização; fim dos controles de preço; eliminação de barreiras à entrada e à saída; esforços para a eliminação de leis que impediam a competição entre firmas; um comportamento mais liberal perante o investimento estrangeiro e esforços para a redução da ingerência burocrática na vida dos cidadãos.

A resposta a estas medidas tem sido notável, com inúmeras firmas investindo no aumento da produtividade e na melhoria da qualidade do produto. Assim, o número de firmas com certificados ISO 9000 multiplicou-se várias vezes nos últimos dois anos. A produtividade da mão-de-obra industrial aumentou 33% no período 1988-93, sendo a maior parte do ganho concentrada no triênio 1991-93.

Esta tendência continua em 1994; comparando-se os oito primeiros meses do ano com igual período de 1993 observa-se um crescimento adicional da produtividade da mão-de-obra na indústria da ordem de 8%.

Além disso, estudo recente da Fundação Getúlio Vargas, analisando as 1.000 principais sociedades anônimas brasileiras, mostra que sua capacidade de investimento está em franca recuperação. Todas as variáveis contábeis são favoráveis à indústria nacional. O endividamento caiu, a liquidez aumentou, a margem bruta subiu e a rentabilidade do patrimônio está estabilizada.

O aumento de produtividade acima mencionado foi essencial para garantir a competitividade da indústria brasileira nos últimos anos. O indicador do custo unitário da mão-de-obra, tradicionalmente calculado pelo BNDES, mostra uma relativa estabilidade da competitividade da indústria de transformação brasileira no período 1990-94; nos últimos cinco anos, o elevado crescimento da produtividade da mão-de-obra permitiu, concomitantemente, manter a competitividade da indústria nacional e aumentar significativamente o salário em dólar dos trabalhadores.

Não se pode perder de vista, contudo, que a redução recente da relação câmbio/salário tem representado um desafio para os empresários brasileiros em diversos setores. A elevação do custo unitário da mão-de-obra em 1994 foi de 0,4% para a indústria de transformação, depois de aumentar 3,5% em 1992 e 5,7% em 1993. Assim, apesar do aumento expressivo da produtividade da mão-de-obra, tanto em 1994 (10,4%) quanto em 1993 (10,5%), a competitividade da indústria brasileira deve se deteriorar em 1995 como resultado da expansão do salário em dólares.

Vale salientar que as variações no custo unitário da mão-de-obra no Brasil devem ser sempre avaliadas à luz do que ocorre com esta variável nos nossos principais parceiros comerciais. Com esta finalidade, o BNDES calcula um indicador do custo relativo da mão-de-obra no Brasil, que incorpora mudanças na produtividade do trabalho e na relação câmbio/salário de 10 países que, conjuntamente, absorvem cerca de 50% das exportações brasileiras. Este indicador dá uma visão mais otimista do que tem ocorrido com a competitividade da indústria nacional. Assim, ainda que em 1993 o custo relativo da mão-de-obra no Brasil tenha subido 6,7%, no acumulado do período 1990-93 o indicador relativo caiu cerca de 30%, o que ajuda a explicar o vigor de nossas vendas externas nos últimos anos.

Não obstante, mesmo garantida a estabilização, a retomada do crescimento a longo prazo e o aumento da competitividade da economia brasileira não podem depender integralmente do tipo de ajuste que tem resultado da reação das firmas à implantação de políticas de competição. Um papel ativo estará reservado ao Estado - especialmente aos bancos oficiais de desenvolvimento - na solução de falhas de mercado, no estímulo ao investimento e no apoio ao processo de reestruturação produtiva, incluindo a realocação intra e intersetorial de recursos.

Em particular, é necessário complementar as medidas de ajuste interna à firma, com o aumento da competitividade sistêmica; ou seja, com a redução do assim chamado "custo Brasil". Para isso, é preciso que, ao aumento da produtividade na utilização de insumos, o País trabalhe para reduzir o custo unitário dos fatores de produção **capital, trabalho, insumos materiais e serviços públicos**.

No que diz respeito à redução do custo do investimento, importa ressaltar que o passo provavelmente mais importante nessa direção ocorreu em fins de 1994, com a criação da TJLP, que é base para a remuneração dos financiamentos de longo prazo concedidos pelo Sistema BNDES. Esta taxa, definida pela rentabilidade nominal média, em moeda nacional, dos títulos da Dívida Pública interna e externa de aquisição voluntária, remunera um conjunto de recursos de longo prazo repassados não só ao BNDES como às demais instituições financeiras públicas federais, cujo *funding* é constituído por esses recursos. Mas é no caso dos recursos repassados ao Sistema BNDES que seu impacto sobre o custo do capital se reveste de importância crucial.

A primeira TJLP, fixada a partir de 1o. de dezembro de 1994 em 26% a.a., contra uma Taxa Referencial (TR) projetada na casa de 50% a.a., implicará numa significativa redução do custo de capital para as empresas brasileiras. Além disso, ao se manter constante a taxa nominal de juros durante o período de vigência, reduz-se em muito a variabilidade no custo de financiamento do investimento, propiciando um ambiente de estável a favorável, para a acumulação de capital. Espera-se, com isso, que tenha continuidade, nos próximos anos, o processo de recuperação da produção de bens de capital, que deverá alcançar 17% em 1995, sinalizando, em conjugação com o aumento das importações da ordem de 20 a 25%, o início de uma retomada dos investimentos.

A abertura comercial também tem contribuído substancialmente para reduzir o "custo Brasil". Observa-se, assim, que cresceu significativamente a utilização de insumos importados na produção de manufaturados, com destaque para os setores de informática e de eletrônica de consumo. Isto tem permitido uma redução no preço de venda destes bens, o que tem garantido níveis recordes de produção e uma posição competitiva frente aos concorrentes internacionais, a despeito da redução de alíquotas de importação e do aumento dos salários reais. Processo semelhante caracteriza a indústria automobilística.

A importação de bens de capital está permitindo à indústria brasileira substituir máquinas depreciadas por equipamentos tecnologicamente modernos e mais produtivos. De fato, a participação dos bens de capital na pauta de importações vem subindo rapidamente, devendo chegar de 20 a 25% este ano, em contraposição a um mínimo de 7,5% em 1984, no auge do "fechamento" da economia brasileira - quando o volume importado era muito menor do que atualmente - e a 14% em 1990-91.

O Governo dará em seguida prosseguimento às medidas de redução do "custo Brasil", com destaque: a) para a menor tributação dos investimentos fixos, da produção e das exportações; b) para a diminuição do custo percebido pelo empresário na contratação de mão-de-obra; e c) para a queda do preço e a melhoria da qualidade dos serviços públicos.

No que tange ao primeiro ponto, é sabido que figuram entre as primeiras medidas a serem propostas em 1995 uma reforma tributária que não apenas equacione em definitivo a questão do déficit público, mas que também simplifique e melhore a qualidade da legislação tributária brasileira.

Maior ênfase será dada aos impostos sobre a renda, o consumo e o patrimônio, reduzindo-se o número de impostos, eliminando-se os tributos em cascata, desonerando a produção, incentivando a poupança e o investimento e tornando menos regressiva a estrutura de impostos.

A reforma tributária deve contribuir também para baixar o custo do trabalho como percebido pelo empregador, para o que deve contribuir também a reforma da Previdência. A eliminação da cunha fiscal que separa o salário pago pelo patrão do recebido pelo empregado reduzirá o custo da mão-de-obra, ao mesmo tempo que aumentará os salários e o nível de emprego. A instituição de um regime de capitalização privado para salários mais elevados, dando à contribuição previdenciária seu verdadeiro papel de poupança para a velhice, também ajudará na desoneração do fator trabalho.

O maior impacto sobre essa variável, porém, deverá advir da desregulamentação do mercado de trabalho - ainda intocado no Brasil como em outros países latino-americanos - e pelo processo de liberalização que vem reformando os mercados de bens e serviços. Os resultados nessa frente, contudo, apesar de significantes, não devem se fazer sentir, senão a longo prazo.

A maior contribuição para a redução do "custo Brasil", a médio prazo, no entanto, deverá resultar da transferência para o setor privado da responsabilidade pelo investimento e pela operação da infra-estrutura econômica - energia elétrica, telecomunicações, transportes, infra-estrutura portuária e rodoviária, etc. - e a melhoria de qualidade com redução de custo, que é possível esperar dessa ação. Deve-se sublinhar, a esse respeito, a importância da reforma constitucional e da recentemente sancionada Lei de Concessões. A severa crise fiscal por que vem passando o País e o fato de que estes setores são dominados por empresas estatais conjugaram-se para reduzir a quantidade e deteriorar a qualidade dos serviços públicos, de forma inimaginável há alguns anos. Nota-se que, em seguidas pesquisas realizadas com empresas líderes, a carência, a administração ineficiente e a má qualidade da infra-estrutura são apontadas como os grandes obstáculos ao aumento da competitividade brasileira.

Aqui há três efeitos a considerar. Primeiro, que a operação dessas atividades pelo setor privado resultará na provisão de serviços de melhor qualidade a um custo mais baixo, como vem ocorrendo em outros países que já se adiantaram nesse caminho. Segundo, que a inversão privada nesses setores dar-se-á a custos mais baixos, o que também se refletirá em serviços

mais baratos para as empresas e os consumidores. Terceiro, que a expansão da oferta de serviços públicos terá efeitos positivos sobre a produtividade da indústria, da agricultura e dos serviços em geral, em função das conhecidas externalidades características do investimento em infra-estrutura.

### 3 O FINANCIAMENTO DO DESENVOLVIMENTO

Do ponto de vista da acumulação de capital, e mantidas as condições e políticas econômicas, as necessidades de investimento para sustentar taxas de crescimento agregadas da ordem de 6 a 7%, no longo prazo, situam-se entre 21 e 22% do PIB, a preços de 1980, ou cerca de 30%, a preços de 1993. Isto significa 7 a 8 pontos percentuais acima do alcançado em 1994. É difícil que este salto tenha lugar em apenas um ou dois anos. O acréscimo irá depender, entre outras coisas, do ânimo empresarial, do direcionamento setorial e regional que venha a assumir a demanda e do cenário internacional.

A magnitude desses valores não deve ofuscar o fato de que a retomada dos níveis de investimento não deve significar uma volta aos padrões das décadas anteriores. Uma série de argumentos sustentam esta afirmativa. O mais importante é a constatação de que, ao contrário do que se pensava há 20 anos, o crescimento do produto não depende apenas da taxa de acumulação de capital, mas também, e principalmente, da sua produtividade; isto é, da relação produto-capital, do nível de qualificação da mão-de-obra e do papel das instituições.

*A questão que se coloca em seguida é a de como viabilizar o aumento da quantidade e da produtividade dos investimentos no Brasil. Pode-se identificar pelo menos quatro propostas complementares com este objetivo. Primeiro, reduzir os custos do investimento, notadamente os de construção civil e, dentro desta, os da construção pesada. Como se sabe, o preço relativo dos bens de investimento - isto é, em relação ao deflator do PIB - estava, em 1993-94, 40% acima do seu nível de 1980. A redução, ainda que da metade deste diferencial, permitirá diminuir o incremento necessário da formação bruta de capital fixo à metade, ou seja, em cerca de 3 a 4% do PIB. Para isso, a formação de capital em infra-estrutura não deve ser, como durante a última metade de século, uma responsabilidade exclusiva ou majoritária do Estado. É necessário transferir para o setor privado o investimento, a manutenção e a operação de grande parte dos serviços públicos, notadamente em setores com menor diferencial entre os retornos social e privado, como é o*

caso de energia, comunicações, portos, aeroportos e vias de transporte. Além disso, é importante tornar os setores de construção e bens de capital mais competitivos.

Em segundo lugar, é preciso aumentar a médio prazo a poupança pública (mesmo que em pequena magnitude) e, a prazo mais curto, o investimento externo direto no País, bastante deprimido com a crise macroeconômica que se abateu sobre o Brasil nos últimos 15 anos. É fundamental também expandir os fluxos líquidos de recursos de instituições multilaterais como o Banco Internacional de Reconstrução e Desenvolvimento (BIRD) e o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) e de fontes oficiais dos países industrializados.

Em terceiro lugar, cabe mencionar a privatização. Não apenas pela possível utilização das receitas com ela obtidas em novos investimentos mas, também pela sinalização para os investidores, nacionais e estrangeiros, do comprometimento com as reformas, e pela redução do endividamento público.

Quarto, elevar o endividamento do setor privado. O grau de alavancagem das empresas privadas estava reduzido, em 1993, a um terço de seu valor em 1980. O crédito de longo prazo para as famílias praticamente desapareceu com a virtual falência do Sistema Nacional de Habitação. Para estimular o endividamento privado são necessárias, além da manutenção da estabilidade macroeconômica, essencialmente três medidas: a) uma poupança pública positiva; b) o restabelecimento dos mercados de crédito de longo prazo; e c) regulamentações mais eficientes no mercado financeiro. Uma reforma tributária, com a desoneração da produção e do investimento, contribuirá para estimular uma maior acumulação de capital no setor privado.

O BNDES será chamado a desempenhar um papel chave no processo de retomada dos investimentos. Em particular, é de se esperar que, com a consolidação da estabilização macroeconômica e o aprofundamento do processo de privatização, cresça substancialmente a demanda por recursos do Banco. É difícil quantificar de quanto será esse incremento. Dados históricos mostram, porém, que o total de empréstimos aprovados pelo Sistema BNDES caiu de médias de US\$ 8,6 bilhões e US\$ 9,3 bilhões nas décadas de 70 e 80, respectivamente, para apenas US\$ 4,3 bilhões no período 1990-93, não obstante o crescimento do produto e a depreciação ocorrida na moeda americana nesse período. Em 1994, com a retomada ainda tímida dos investimentos, os empréstimos do BNDES aumentaram para US\$ 5,5 bilhões. O orça-

mento para 1995 prevê desembolsos de R\$ 8,1 bilhões, ou cerca de US\$ 9 bilhões. Cifras desta magnitude podem e devem ser mantidas nos próximos anos.

Não obstante o notável potencial para a ação do BNDES, seria difícil conseguir os recursos adicionais demandados pelo crescimento sustentado. O maior problema reside na necessidade de obtenção de recursos para financiar os grandes projetos de infra-estrutura que precisarão ser implementados nos próximos anos. Estimativas da Área de Planejamento do BNDES indicam que apenas os investimentos na recuperação da infra-estrutura já existente, na superação de gargalos e na conclusão de obras já em adiantado estado de execução, e excluindo os setores de águas e esgoto, somam mais de US\$ 20 bilhões.

Para finalizar, é oportuno realçar a necessidade de se conjugarem esforços nas três áreas acima discutidas: estabilização econômica, redução do "custo Brasil" e aumento dos investimentos fixos. Estas são medidas e processos que se reforçam. Sem estabilização não há como eliminar grande parcela do "custo Brasil", ainda elevado dos dias de hoje, ou se incentivar novos investimentos. Sem redução do "custo Brasil" não há como aumentar a competitividade, sustentar a taxa de câmbio (âncora da estabilização) e aumentar a rentabilidade das aplicações em capital fixo. Sem investimento não há como aumentar a oferta de bens e serviços - o que garante preços estáveis - melhorar a infra-estrutura e incorporar novas tecnologias ao processo de produção. São interrelações intuitivamente óbvias. Mas essa constatação não lhes diminui nem a importância, nem a urgência.

---

Texto preparado para ser lido na solenidade do 43º aniversário do Banco do Nordeste do Brasil S.A., dia 19.07.95. Recebido para publicação em 05.09.95.



**bnb** BANCO DO NORDESTE  
DO BRASIL S.A.

DIRETORIA DE RECURSOS HUMANOS  
E PATRIMONIAIS - DIREP

Central de Apoio Logístico - CENAL

Área de Serviços de Produção Gráfica - APROD

**95/0741**  
**12/1200**