Nesta Edição

CONJUNTURA ECONÔMICA

VOL. 55 Nº 02 FEVEREIRO DE 2001 ISSN 0010-5945

http://www.fgv.br/conjuntura.htm

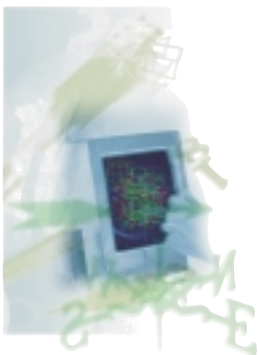
Carta do IBRE
JUROS
Embora venham caindo e apresentem tendência de queda ainda há graves distorções na política de juros. Nossas taxas de captação bancária são as mais altas do mundo e os juros reais de empréstimos às pessoas físicas são elevadíssimos. E é flagrante a relação dessas distorções com a tributação que incide sobre o mercado financeiro. Tanto poupadores como instituições financeiras sofrem com a tributação. 7



Finanças
FUNDOS
Analistas e instituições financeiras concluíram que lucros excepcionais e atípicos no mercado financeiro não combinam com uma economia estável. Já os investidores se convenceram de que a rentabilidade do passado está associada a uma maior exposição e risco. A equipe técnica de *Conjuntura Econômica* analisou o desempenho o ano passado de 234 fundos de ações e 236 de renda fixa com patrimônio total de R$ 66,4 bilhões e mostra quais os de maior rentabilidade em 2000. 24



Finanças
ONDE INVESTIR?
A queda dos juros deve levar os gestores dos fundos a uma reavaliação da carteira de investimentos para 2001. O mercado está otimista e acredita que a indústria de fundos vai ter um desempenho ainda melhor este ano, principalmente em conseqüência da performance das bolsas. Especialistas ouvidos pela repórter Marion Monteiro acreditam que, com os juros caindo, a opção pode ser por aplicações menos conservadoras – que dão mais retorno, apesar do risco. 32



Macroeconomia
NOVA ECONOMIA
A chamada nova economia é baseada na tecnologia da informação. As mercadorias não mais são avaliadas pelo peso físico (toneladas de aço ou quilos de café), mas pelo conhecimento que contêm, como livros, *chips* e *software*. Junto com a tecnologia da bateria alimentada por combustível (fuell cell) e a genética e a biotecnologia, a Tecnologia da Informação deverá criar uma "onda larga" de crescimento das mais poderosas da história. O artigo é do Prof. Edmar Bacha. 14

Política Social
POBREZA
O Brasil tem pobres, mas não é um país pobre. A riqueza é mal distribuída e se fosse dividida de modo semelhante a um típico país em desenvolvimento, metade do problema estaria resolvido. A constatação é do diretor de Estudos Sociais do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, o economista Ricardo Paes de Barros, em entrevista a Rui Pizarro e Tatiana Deane. 46

Internacional
COMÉRCIO EXTERIOR
The Economist sugere que o PIB americano deverá cair de 5,1% para 2,3%, entre 2000 e 2001. A queda nas taxas de juros e as propostas de redução de impostos nos Estados Unidos podem atenuar a desaceleração econômica. As exportações brasileiras vão depender do que vai acontecer com a economia americana, com a taxa de crescimento de nossa economia – o que pode diminuir a oferta exportável – e do desempenho econômico dos países membros da Aladi (Associação Latino Americana de Integração), em especial da Argentina. 60

NOTA DO EDITOR

Como temos repetidas vezes apontado, o comportamento da economia brasileira este ano depende, em larga medida, do desempenho da economia internacional. Nesse quadro, é de particular importância acompanhar as reações da economia americana às seguidas reduções nas taxas básicas de juros promovidas pelo Federal Reserve, o banco central americano.

Seguindo as expectativas do mercado, a redução desta vez alcançou 0,5% — sancionando as expectativas de que uma redução de 0,25% seria insuficiente e de 0,75% poderia criar a sensação de que a economia americana estava à beira de um *hard landing*. De qualquer forma, monitorando bem de perto o comportamento da economia, o Fed manteve viés de baixa para a taxa de juros, o que permite esperar uma nova redução na taxa, se necessário, antes da próxima reunião do Comitê de Política Monetária americano, marcada para 20 de março.



Na decisão de baixar os juros pesou a brusca deterioração da confiança do consumidor, cujo índice declinou de quase 129 em novembro para 114 em dezembro. Teria também pesado, a exemplo de outras ocasiões, a preocupação com os efeitos de uma recessão nos Estados Unidos sobre a economia mundial e os países emergentes, em particular. Se essa interpretação é correta, é possível esperar que não haja uma interrupção dos fluxos de capital dos países industrializados para os países emergentes, cujos fundamentos são hoje mais sólidos, após os ajustes às crises do final da década passada.

A manutenção desses fluxos é crítica para assegurar a continuidade da política de redução das taxas de juros internas, que, em termos reais, caminham para um dígito — fenômeno que não se observava faz muitos anos. O próprio mercado parece sancionar a expectativa de manutenção da redução das taxas. No fechamento desta edição, o mercado futuro de juros indicava taxa de 15,1% para o vencimento de março, abaixo, portanto, da taxa atual.

A única incógnita nesse contexto é o desempenho do balanço de pagamentos e, em especial, da balança comercial. O crescimento da economia poderá acentuar a tendência de déficit, pelo maior volume de importações. Do lado positivo, há consenso no mercado de declínio dos preços do petróleo, o que poderia atenuar o aumento dos pagamentos com importações. Do lado das exportações, não somente os volumes continuam crescendo, como a recente valorização do euro poderá vir a melhorar a competitividade dos produtos brasileiros em nosso principal mercado, a União Européia. É ainda cedo para avaliar integralmente o novo quadro que se desenrola.

Essa perspectiva serve de pano de fundo para discussão das oportunidades de investimento em 2001, matéria de capa desta edição. A equipe técnica de *Conjuntura Econômica* analisou o desempenho o ano passado de 234 fundos de ações e de 236 de renda fixa com patrimônio total de R$ 66,4 bilhões. O resultado do trabalho dá ao leitor uma visão de onde investir este ano.

Pela sua importância na definição dos fundamentos e das expectativas dos investidores, a política fiscal é central. Um ensaio de Cid Heráclito Queiroz analisa as mudanças recentes na área fiscal e as perspectivas para uma efetiva reforma tributária.

Demos também grande importância aos temas sociais. Marcelo Neri prega a expansão da faixa etária do programa bolsa-escola e Ricardo Paes de Barros diz que o Brasil tem pobres, mas não é um país pobre.

ROBERTO FENDT
Editor-Chefe
fendt@fgv.br



Fevereiro 2001

4	Nesta Edição
5	Nota do Editor
	Carta do IBRE
7	Distorções
11	Cartas
	Macroeconomia
14	Nova economia: Revolução global
18	Núcleo de inflação
19	Projeções Macroeconômicas
	FGV 100
20	Desempenho dos índices
	Negócios
24	Fundos: O desempenho em 2000
32	Onde investir em 2001?
	Ensaio
36	O sonho de uma reforma tributária
	Management
40	Qual o momento certo de investir na empresa?
42	Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação
	Temas Sociais
46	Equívocos e perigos da política social
50	O tempo das crianças
54	Novo limite de idade para a previdência complementar
	Marketing
56	Mercado & Negócios
58	Metáforas do marketing
	Internacional
60	Balança comercial: O que esperar em 2001?
	Internet Sites
62	E-Commerce: o mapa da mina dos investimentos
	Livros & Idéias
64	Que é consciência?
	Conjuntura, 50 anos
67	Equilíbrio orçamentário
	Termômetro
68	C-Bond em alta
I	Conjuntura Estatística
XX	Índices Econômicos
	Ponto de Vista
102	Fundos de investimento, R$300 bi: e agora?

CONJUNTURA ECONÔMICA

Fundador
Richard Lewinsohn
Editor-Chefe
Roberto Fendt
Editor Executivo
Márcio Chalita
Redator
Rui Pizarro
Colaboraram nesta edição
Aloisio Campelo Junior, Cid Heraclito de Queiroz, Edmar Bacha, Elena Soihet, João Baptista Vilhena, Lia Valls Pereira, Lauro Vieira de Faria, Lilian Andrade, Luiz Eduardo Teixeira Brandão, Marcelo Giufrida, Marcelo Neri, Mario Divo Motter Junior, Marion Monteiro, Og Francisco Leme, Paulo Sidney de Melo Cota, Pedro Quaresma, Rebecca Barros, Ricardo Paes de Barros, Salomão Quadros, Silvio Furtado Holanda, Tatiana Deane e equipe do Centro de Estatísticas e Análises Econômicas (CEAE/IBRE/FGV).
Editor de Arte
José Gil Dieguez Neto
Diagramação
Ana Elisa Galvão Osvaldo Moreira da Silva
Revisão
Ademilson Coutinho André Pinheiro
Produção Gráfica
Mair Barril
Departamento Comercial
Gerente: Igor de Freitas
Tel.: (21) 559-5567 – Fax: (21) 551-2799
E-mail: conjunturaeconomica@fgv.br
Publicidade
Marise Barbosa Danielle Lima Joaquim Barroncas
Tel.: (21) 559-5565 – Fax: (21) 551-2799
Circulação
Ana Lúcia Botelho Brandão
Tel.: (21) 559-6046 – Fax (21) 559-6039
E-mail: conjunturaeconomica@fgv.br
Assinaturas e venda de números atrasados
Rio de Janeiro: Tel.: (21) 559-6040
Outros estados: ligação gratuita: 0800-25-7788
Distribuição
Synchro Serviços de Distribuição Ltda.
Secretaria e apoio administrativo
Denize e Silva Melo Leslie de Medeiros Moysés
Redação
Praia de Botafogo, 190 – sala 927 – CEP 22253-900
Rio de Janeiro/RJ.
Tel.: (21) 559-5565 – Fax: (21) 551-2799
E-mail: conjunturaeconomica@fgv.br
Fotolito e impressão
Ediouro Publicações SA

Revista mensal da Fundação Getulio Vargas, editada pelo Instituto Brasileiro de Economia. As matérias assinadas por colaboradores, mesmo do IBRE, quando desvinculados de sua posição funcional, não refletem, necessariamente, a posição deste Instituto ou da Redação de Conjuntura Econômica, embora sejam consideradas úteis para o debate de idéias econômicas. É permitida a reprodução total ou parcial dos artigos desta Revista, desde que seja citada a fonte.

ISSN 0010-5945

ANER

CONJUNTURA ECONÔMICA. – Vol. 1, n. 1 (nov. 1947)
-.- Rio de Janeiro: Fundação Getulio Vargas, 1947-v. il.; 28cm. Mensal.
Órgão oficial de: Instituto Brasileiro de Economia. Diretores: Nov. 1947-mar. 1952, Richard Lewinsohn. Maio 1952-dez. 1968, José Garrido Torres. Jan. 1969-mar. 1974, Sebastião Marcos Vital. Abr. 1974-mar. 1979, Antonio Carlos Lemgruber. Abr. 1979-abr. 1994, Paulo Rabello de Castro. Maio 1994-set 1999, Lauro Vieira de Faria. Out. 1999, Roberto Fendt.
ISSN 0010-5945
1. Economia - Periódicos. 2. Brasil - Condições Econômicas - Periódicos. I. Fundação Getulio Vargas. II. Instituto Brasileiro de Economia.
CDD 330.5

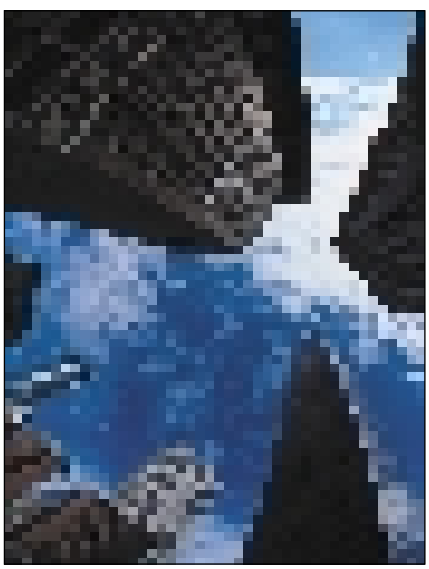
Distorções

FEVEREIRO 2001

Embora tenham diminuído nos últimos dois anos, ainda são graves as distorções no mercado de crédito. As taxas reais de captação bancária são as mais altas do mundo (10,3% ao ano nas operações *overnight* dos bancos comerciais), inferiores apenas às da Turquia (15,5%) e da Polônia (12,1%). Os juros reais de empréstimos a pessoas jurídicas são elevadíssimos (mais de 40% ao ano em operações *prime)*, contra 9,5% nos Estados Unidos; 15,2% no Chile e 17,9% no México. Os *spreads* de intermediação bancária (diferença entre taxas de juros pagas e cobradas pelos bancos) também são recordistas: 22,4% em 2000, contra 3,2% nos Estados Unidos, 2% do Japão, 2,1% na Argentina e 11,3% no México.

É clara a relação destas distorções com a tributação ampla, geral e irrestrita que incide sobre o mercado financeiro. Do lado dos poupadores, os rendimentos em aplicações de renda fixa e *swaps* (diferenças entre os valores aplicados e resgatados) são tributados pelo Imposto de Renda à alíquota de 20% (em renda variável, a 10%) e os débitos em conta corrente sofrem taxação de 0,3% da CPMF (a ser majorado para 0,38% a partir de março).

As instituições financeiras, por sua vez, devem pagar imposto de renda de 15% sobre o lucro real mais 10% sobre a parcela desse lucro que exceder R$20 mil, pagam também PIS e Cofins às alíquotas de 0,65% e 3% da receita operacional bruta e Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL) de 18%. Os empréstimos bancários são onerados com IOF de 1,5% e há ainda a



tributação "implícita" representada por recolhimentos compulsórios altos sobre saldos de depósitos à vista e de poupança, de 45% e 15%, respectivamente. Na maioria dos países desenvolvidos esses recolhimentos estão acabando (gráfico 1).

O efeito da tributação sobre o mercado de crédito é bem conhecido: os impostos "abrem" o *spread* bancário, isto é, estabelecem uma cunha entre o tomador e o emprestador de recursos, de maneira que caem as taxas de juros recebidas pelos poupadores (captação bancária) e aumentam as taxas de juros pagas pelos mutuários (aplicação bancária) relativamente à situação que prevaleceria em um mercado sem impostos. Assim, tanto o investimento quanto a poupança são desestimulados e se reduz a disponibilidade de crédito. Os recolhimentos compulsórios sobre depósitos têm efeitos semelhantes à tributação direta. Se para cada real captado pelos bancos parcela significativa deve ser recolhida ao Banco Central, rendendo juros abaixo dos de mercado ou não rendendo qualquer juro, a busca por depósitos é desestimulada e a disponibilidade de fundos para

empréstimos, reduzida. Ambos, tributos e compulsórios, exacerbam a tendência de alta das taxas de aplicação dos bancos (pagas pelos tomadores) e de baixa das de captação.

Não espanta o nível elevado do *spread* bancário médio brasileiro, ponderado pelos volumes de negócios. Pesquisa realizada recentemente pelo Banco Central estimou que essa variável alcançou 2,39% ao mês (ou 32,8% ao ano) em agosto de 2000, sendo a tributação responsável por 30,1% desse percentual, a margem líquida dos bancos (36,4%), as despesas administrativas (19,3%) e as despesas de inadimplência (provisões de risco), 14,2%.

A importância da tributação está, portanto, fora de questão como causa da taxa de juros elevada. O efeito negativo dos compulsórios ficou evidenciado também na referida pesquisa: segundo o BC, se a taxa de recolhimento compulsório sobre depósitos à vista caísse para 35% e depois para 25% no espaço de nove meses, haveria uma tendência à "queda rápida e pronunciada do *spread* bancário para patamares inferiores a 1% ao mês".

Cumpre notar que a tributação elevada sobre o mercado financeiro pode dificultar o processo de baixa das taxas de juros que vem sendo comandado pelo Banco Central desde meados de 1999. Em função do IR de 20% sobre rendimentos, a CPMF de 0,38% e a taxa de juros Selic de 15,7% ao ano, a taxa de juros líquida obtida via fundos de investimentos cairia para 12,1% ao ano, se o investidor não mudasse de fundo, resgatando a aplicação no fim de 12 meses, ou para 7,6% ao ano, se mudasse de fundo a cada mês (pagando, portanto, CPMF 12 vezes).

Como os fundos de investimento cobram dos quotistas taxas de administração e nem todos conseguem desempenho estável e que garanta uma remuneração próxima à taxa Selic, conclui-se que a caderneta de poupança, isenta dos referidos tributos e projetando uma taxa de juros de 7,4% ao ano sem maiores riscos, pode passar a concorrer fortemente com essas aplicações.

Segundo a Andima, em dezembro de 2000 a captação líquida de depósitos de poupança atingiu R$ 2,8 bilhões, significando um acréscimo de 401% em relação a novembro. Já a captação de fundos de investimento (FIF) foi de R$ 3,1 bilhões, mas com um decréscimo de 28,6%.

Mais ainda: com uma inflação esperada de 4% em 2001, a tributação pode inviabilizar reduções mais drásticas da taxa Selic. Se essa taxa caísse para 11,2% no fim do ano, o investidor que movimentasse a aplicação somente ao fim de 12 meses obteria um juro real líquido de 5,8% ao ano (gráfico 2). No caso de um investidor que movimentasse a aplicação a cada mês (12 vezes durante o ano), resgatando-a no fim do período, o juro real líquido cairia para apenas 1,7%.

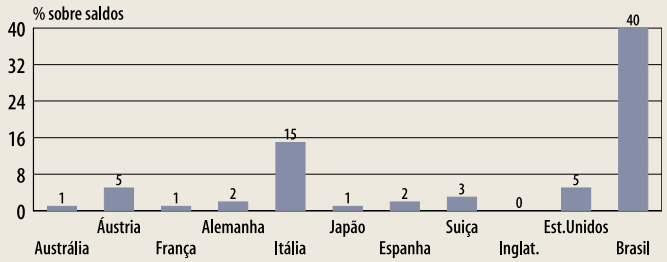
Com a globalização e abertura ao exterior, os governos nacionais dispõem de poucos instrumentos para prenderem o dinheiro dos residentes em aplicações financeiras pouco rentáveis. Por melhores que estejam os fundamentos da política econômica brasileira, faz pouco sentido uma taxa de juros real líquida em aplicações de curto prazo entre 1% e 6%, quando nos Estados Unidos é de 3% a 4%.

Assim, a erosão da rentabilidade dos ativos financeiros promovida pela elevada cunha fiscal teria como conseqüências a fuga de capitais na direção de aplicações em moeda estrangeira ou de investimentos mais rentáveis no exterior, bem como o aumento indesejado do consumo devido às baixas rentabilidades obtidas no mercado financeiro. Ambas as alternativas não interessam, obviamente, ao país. É certo que as autoridades já acordaram para a questão mas, confrontadas com as premências do programa de ajuste fiscal, resistem em adotar a solução correta que é aproveitar os excelentes resultados orçamentários dos últimos dois anos e reduzir a tributação sobre o mercado de crédito.

Em particular, eliminar os tributos "em cascata" como PIS e Cofins, lançados sobre a receita operacional, e a CPMF, sobre débitos em conta corrente. As bases desses tributos não correspondem aos conceitos de renda, valor adicionado ou consumo, considerados ideais em termos da teoria da tributação "ótima". Tais impostos são cumulativos às diversas fases dos negócios, encarecendo o custo final dos empréstimos e suas bases de tributação são altamente sensíveis à taxa de inflação.

Uma dificuldade adicional são os ativos financeiros substitutos tanto dentro como fora do Brasil. Em muitos

Gráfico 1 – Alíquotas de recolhimentos compulsórios sobre depósitos bancários



Fonte: BIS.

Gráfico 2 – Taxas reais de juros líquidas em aplicações de curto prazo e conforme o giro*



*giro = número de movimentações p/ano

Tabela 1 – Taxas de Juros de Captação Bancária a curto prazo (% ao ano, em jan.2001)

	Nominal	Real*
China	5,50	3,7
Coréia do Sul	6,80	3,7
Taiwan	5,70	3,3
Argentina	10,70	10,1
Brasil	15,80	10,3
Chile	4,00	4,6
México	17,90	9,0
Turquia	46,00	15,5
Rússia	25,00	8,2
Polônia	19,30	12,1
Estados Unidos	6,30	3,4
União Européia	4,70	2,6
Japão	0,40	0,6

Fontes: FMI, The Economist e Deutsche Bank.
(*) deflacionadas pela inflação esperada para 2001.

Tabela 2 – Taxas de Juros de Empréstimos Bancários* (% ao ano)

	1997	1998	1999	2000**
Estados Unidos	8,4	8,4	8,0	9,2
Reino Unido	6,6	7,2	5,3	6,0
Alemanha	9,1	9,0	8,8	9,4
Japão	2,4	2,3	2,2	2,1
Argentina	9,2	10,6	11,0	9,7
Chile	15,7	20,2	12,6	15,2
México	24,5	28,7	25,9	17,9
Brasil	68,5	72,9	68,1	45,0

Fontes: FMI e FGV.
(*) nas principais operações de curto e médio prazos.
(**) segundo trimestre.

Tabela 3 – Spread Bancário (diferença entre taxas ativas e passivas de juros) % ao ano

	1997	1998	1999	2000*
Estados Unidos	3,2	3,4	3,2	3,2
Reino Unido	2,8	2,6	1,8	1,6
Alemanha	6,3	6,0	6,2	6,0
Japão	2,1	2,1	2,0	2,0
Argentina	2,4	2,3	2,2	2,1
Chile	3,3	4,6	3,8	4,8
México	8,6	13,1	14,8	11,3
Brasil	35,6	35,1	33,4	22,4

Fontes: FMI e FGV.
(*) segundo trimestre.

países, a tributação elevada sobre o mercado bancário tem inviabilizado mercados emergentes, provocado saída de capitais ou incentivado o surgimento de intermediários financeiros não–bancários com o objetivo de explorar lucros decorrentes da arbitragem tributária. Um caso notável é o da CPMF, defendida pela eqüidade, pois atinge a economia informal, mas apresentando diversos inconvenientes como o encarecimento do custo dos empréstimos, o rebaixamento da rentabilidade líquida dos investimentos, a redução do giro e da liquidez dos ativos financeiros, a diminuição da competição entre ativos e entre instituições financeiras e, conseqüentemente, a má-formação dos preços dos instrumentos financeiros.

Quanto aos demais tributos é conveniente estabelecer a renda como base primordial de taxação: o lucro no caso das instituições financeiras e os juros, dividendos e ganhos de capital, no caso dos investidores. Como tais itens fazem parte da renda dos recipientes, eles devem estar integrados no quadro de um sistema adequado e racional de tributação de rendimentos.

Devido à atual tendência mundial de redução do IR sobre rendimentos e lucros financeiros e à necessidade de acumulação de capital num país carente de poupança e ainda em desenvolvimento como o Brasil, o mais correto em nosso caso seria evitar uma taxação forte sobre essas variáveis. Note-se que, recentemente, reconhecendo tais tendências internacionais, a convenção da OCDE que trata de tributação de mercados financeiros sugeriu aos países membros que adotassem como teto uma alíquota de IR na fonte de 10% sobre juros e de 15% sobre dividendos distribuídos a investidores estrangeiros.

O Brasil, no fim da década de 90, transformou sua economia. Fez uma inserção responsável e administrada no fluxo financeiro internacional e está implementando com sucesso um programa de saneamento fiscal. No entanto, o país ainda não apresenta elementos para o desenvolvimento de um sistema financeiro capaz de proporcionar a plena utilização da poupança nacional.

Diversos fatores demandam melhoramentos mas, sem dúvida, o equacionamento dos problemas tributários terá um peso decisivo na eliminação das atuais distorções do sistema financeiro nacional. Em síntese, é preciso diminuir a tributação global sobre o mercado de crédito, inclusive as alíquotas de recolhimentos compulsórios sobre depósitos, evitar os tributos em cascata e estabelecer a renda líquida de empresas e indivíduos como base primordial de tributação. Esse é, sem dúvida, o grande desafio a ser vencido para que o Brasil aumente sua taxa de investimento e retome com vigor o processo de desenvolvimento econômico.

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS

Instituição de caráter técnico-científico, educativo e filantrópico, criada em 20 de dezembro de 1944, como pessoa jurídica de direito privado, tem por finalidade atuar no âmbito das Ciências Sociais, particularmente Economia e Administração, bem como contribuir para a proteção ambiental e o desenvolvimento sustentável.

Sede: Praia de Botafogo, 190 – Rio de Janeiro – RJ – CEP 22253-900
ou Caixa Postal 62.591 – CEP 22257-970 – Tel.: (21) 559-6000.

Presidente Fundador: Luiz Simões Lopes
Presidente: Carlos Ivan Simonsen Leal
Diretor Geral: José Affonso Fausto Barbosa

Conselho Diretor

Presidente: Carlos Ivan Simonsen Leal
Vice-Presidentes: Francisco Oswaldo Neves Dornelles, Manoel Fernando Thompson Motta e Marcos Cintra Cavalcanti de Albuquerque.
Demais Vogais: Ernane Galvêas, José Luiz Miranda, Luiz Fernando da Silva Pinto, Manoel Pio Corrêa Jr., Marcílio Marques Moreira, Roberto de Oliveira Campos e Roberto Paulo Cezar de Andrade.
Suplentes: Alfredo Américo de Souza Rangel, Carlos Alberto Pires de Carvalho e Albuquerque, Cristiano Buarque Franco Neto, Eduardo Vianna, Geraldo José Carbone, José Julio Senna, Lindolpho de Carvalho Dias, Maria Silvia Bastos Marques e Oswaldo Antunes Maciel.

Conselho Curador

Presidente: Carlos Alberto Lenz Cesar Protásio
Vice-Presidente: Armando Klabin (Klabin Irmãos & Cia.)
Demais Vogais: Antônio Monteiro de Castro Filho (Souza Cruz SA), Associação de Bancos do Estado de São Paulo, Banco CCF Brasil SA, Diogo Lordello de Mello, Domingos Marques Grëllo, Edmundo Penna Barbosa da Silva, Estado da Bahia, Félix de Bulhões (SA White Martins), Heitor Chagas de Oliveira, Instituto de Resseguros do Brasil (IRB), Jorge Gerdau Johannpeter (Gerdau SA), Lázaro de Mello Brandão (Banco Bradesco SA), Marcelo Serfaty, Mauro Salles (Salles DMB&B Publicidade SA), Paulo Rabello de Castro, Sérgio Franklin Quintella, Sérgio Ribeiro da Costa Werlang, Sindicato das Empresas de Seguros Privados e Capitalização do Rio de Janeiro.
Suplentes: Cristiano Buarque Franco Neto (Banco Bozano, Simonsen SA), Fernando Roberto Moreira Salles (Unibanco – União de Bancos Brasileiros SA), Guilherme Augusto Frering (Caemi Mineração e Metalurgia SA), João Pedro Gouvêa Vieira Filho (Refinaria de Petróleo Ipiranga SA), Jorge Paulo Lemann (Banco de Investimentos Credit Suisse First Boston Garantia SA), Luiz Chor (Chozil Engenharia Ltda.), Luiz Roberto do Nascimento Silva, Márcio João de Andrade Fortes, Ney Coe de Oliveira, Patrick de Larragoiti Lucas (Sul América Cia. Nacional de Seguros), Pedro Henrique Mariani Bittencourt (Banco BBM SA), Rui Manuel de Medeiros d'Espiney Patrício (Banco Boavista Interatlântico SA).

Conselho Consultivo

Antonio Carlos Lemgruber, Carlos Moacyr Gomes de Almeida, Cesar Cunha Campos, Daniel Dantas, Eliezer Batista, Gilberto Duarte Prado, Roberto Borges Martins (Estado de Minas Gerais) e Roberto Gusmão.

INSTITUTO BRASILEIRO DE ECONOMIA

Diretor
Antonio Carlos Pôrto Gonçalves

Vice-Diretor de Relações Institucionais
Roberto Fendt

Centro de Estatísticas e Análises Econômicas
Salomão L. Quadros

Centro de Estudos Agrícolas
Ignez Vidigal Lopes

Centro de Estudos de Empresas e Finanças
Virgílio Horácio Samuel Gibbon

Centro de Estudos de Preços
Paulo Sidney de Melo Cota

Centro de Políticas Sociais
Marcelo Neri

Coordenadoria de Projetos / Gerência Administrativa
Regina Celia Reis de Oliveira

Revista Conjuntura Econômica
Roberto Fendt

0800 25-7788,

às suas ordens.

Este é o telefone do Departamento de Circulação de *Conjuntura Econômica*. Através dele você assina a revista de economia mais importante do Brasil, fica sabendo onde encontrá-la nas bancas e tira dúvidas sobre números atrasados. Além disso, recebe orientações para o acesso exclusivo do assinante ao conteúdo digital da revista na internet, incluindo as seções Conjuntura Estatística e Indicadores Econômicos.

CONJUNTURA ECONÔMICA

O guia econômico imparcial de quem decide.

Central de Assinaturas das Revistas do IBRE

Conjuntura Econômica // Agroanalysis

Outros estados DDG: **0800.25.7788**
Ligações do Rio: **559.6040** • Fax: **(21) 559.6039**

conjunturaeconomica@fgv.br //
agroanalysis@fgv.br



CARTAS

CENÁRIOS

Edição de janeiro de 2000

É animador saber que o crescimento da economia brasileira pode ultrapassar os 5%, este ano. Entretanto, seria interessante a elaboração de projeções que indicassem o percentual mínimo necessário para que o país comece a ver também reduzidos os níveis de miséria e pobreza que ainda são muito preocupantes.

Pedro A. Azevedo
Curitiba - PR

SETOR ELÉTRICO

Edição de dezembro de 2000

Faço referência ao artigo publicado a página 58 da edição de dezembro de 2000, "A conjuntura atual do setor elétrico brasileiro". A situação das nossas reservas de água, realmente, é motivo de grandes preocupações visto que a cada ano, nos últimos cinco anos, as mesmas têm sempre sido mais baixas que no ano anterior. Como o nosso sistema é, basicamente, hidráulico e os investimentos que o governo supôs que a iniciativa privada faria nas térmicas praticamente não aconteceram, a reserva de potência do sistema é muito baixa e a operação do sistema tem trazido fortes emoções a todos os atores (produção, transmissão e distribuição) nos horários de "pico".

Quanto às informações sobre Angra 2, gostaria de acrescentar que a usina iniciou seus testes com potência em 21 de julho de 2000 (primeiro sincronismo da unidade) e que os mesmos foram concluídos na penúltima semana de dezembro. Nesse período de testes a energia produzida (2,6 milhões de MWh) já foi de vital importância para a região Sudeste.

Com relação ao artigo do Senna, ex-colega de Furnas, gostaria de esclarecer algumas informações que



constam do quarto parágrafo — "…. cabe citar que a produção no Brasil corresponde a cerca de 85% da americana e a 80% da canadense (dados de 1997) ...." Na verdade os dados corretos referidos a 1997 são:

	Brasil	Canadá	EUA
Cap. Instalada(Gw)	63,4	116,0	823,7
Energia Produzida(Twh)	307,3	575,0	3.670,6

Assim, podemos verificar que estamos muito distantes dos 80% e 85% citados. Creio que o dado mais significativo para representar o grau de desenvolvimento do país, se assim podemos dizer, ou se podemos "medi-lo" pelo consumo de energia elétrica, seria a geração anual *per capita* conforme abaixo:

	Brasil	Canadá	EUA
Ger. anual *per capita* (kWh)	1.853	18.816	13.396

Grosseiramente, se estimarmos para o ano 2015 um consumo *per capita* da ordem de 3 mil kWh, nossa capacidade instalada terá de passar dos atuais 63,4 GW para alguma coisa da ordem de 130 GW. Isso significa, praticamente, dobrar em 15 anos nosso parque gerador.

Luiz Roberto Cordilha Porto
lrporto@eletronuclear.gov.br

FUSÕES & AQUISIÇÕES

Informações

Gostaria de solicitar-lhes o fornecimento de informações sobre fusões e aquisições de empresas. Estou elaborando um trabalho e preciso responder aos seguintes tópicos: 1) um breve histórico de fusões, tanto no Brasil quanto no mundo; 2) as principais vantagens para a formação de megacorporações; 3) as vantagens e desvantagens das fusões; 4) citar as principais fusões já feitas no Brasil e no mundo, procurando apresentar os resultados apresentados após a fusão; e 5) apresentar os principais impactos sobre a economia, macro e micro.

Pedro Lo Giudice
pedrogiudice@uol.com.br

Conjuntura Econômica responde:
A edição de abril de 2000 da revista *Conjuntura Econômica* publicou os artigos "Fusões e aquisições podem passar de US$ 18 bilhões" e "De olho no Brasil", ambos sobre fusões e aquisições no Brasil. A edição de junho de 2000 publicou o artigo "Fusões, aquisições e privatização mudam perfil do setor", sobre fusões e aquisições no setor bancário.

IGP-SAÚDE

Informações

Gostaria de saber se V.Sas disponibilizam o IGP-SAÚDE aos assinantes da revista e também aos não-assinantes.

Rafael Motta
gta@radnet.com.br

Conjuntura Econômica responde:
O índice de Saúde é publicado mensalmente na revista. Toda a seção de índices é disponibilizada na *homepage* da revista, sendo atualizada a cada dia 1º, mas o acesso é restrito a assinantes.

Correspondência para esta seção:
Revista Conjuntura Econômica
Praia de Botafogo, 190 Sala 927
Rio de Janeiro – RJ / CEP 22253-900
Fax: (21) 551-2799
E-mail: conjunturaeconomica@fgv.br

NOVA ECONOMIA

Revolução *global*

A nova economia é baseada na tecnologia da informação (TdI), uma das três revoluções tecnológicas em curso. Junto com a tecnologia da bateria alimentada por combustível (fuel cell) — que deverá revolucionar a provisão de energia elétrica — e a genética e biotecnologia, a TdI poderá criar uma "onda larga" de crescimento das mais poderosas da história.

Edmar L. Bacha
Presidente da Associação Nacional de Bancos de Investimento (Anbid)

POR NOVA ECONOMIA ENTENDE-SE A mudança de uma economia baseada em bens físicos para uma economia baseada na produção e aplicação do saber. Neste novo contexto, as mercadorias são avaliadas não por seu peso físico (toneladas de aço ou quilos de café) e sim pelo conhecimento que contêm (livros, chips, *softwares*).

A nova economia é baseada na tecnologia da informação (TdI), uma das três revoluções tecnológicas em curso. Junto com a tecnologia da bateria alimentada por combustível (*fuel cell*) — que deverá revolucionar a provisão de energia elétrica — e a genética e biotecnologia, a TdI poderá criar uma "onda larga" de crescimento das mais poderosas da história.

Nos EUA, a força da TdI para aumentar a produtividade se manifesta a partir de 1995: entre 1985 e 1995, a produtividade do trabalho cresceu 1,4% ao ano e o dobro (2,9% ao ano) entre 1995 e 2000. Os ganhos de produtividade na Europa, Japão e em economias emergentes poderão vir a ser maiores do que nos EUA, onde nasceu e vem-se desenvolvendo a TdI.

Nas três últimas décadas, o custo real do poder de processamento dos computadores caiu a uma taxa de 35% a.a. Hoje esse custo é 10 mil vezes menor do que em 1970. Além de preços continuamente em baixa, os computadores e a internet têm outras quatro características marcantes: (1) a TdI é penetrante, pode aumentar a eficiência de praticamente tudo que uma firma faz, e em todos os setores da economia; (2) ao aumentar o acesso à informação, a TdI contribui para os mercados funcionarem mais eficientemente; (3) a TdI é verdadeiramente global, torna a informação acessível a baixos custos em qualquer lugar do mundo. TdI e globalização estão intimamente ligadas; e (4) a TdI acelera o próprio ritmo de inovação, ao tornar mais fácil e barato o processamento de grandes quantidades de dados e ao reduzir o tempo que leva para desenhar novos produtos.

Nova e velha economias — A distinção popular entre firmas da nova e da velha economia é um equívoco. O aspecto mais importante da nova economia não é uma mudança para indústrias de alta tecnologia, mas o fato de que a TdI permite melhorar a eficiência de todas as partes da economia, especialmente das empresas da velha economia.

A teoria econômica tradicional presume que as indústrias apresentem "rendimentos decrescentes" porque, a partir de uma determinada escala, os custos unitários começam a crescer, assim nenhuma firma pode monopolizar um mercado. Mas um número crescente de produtos de informação (qualquer coisa que pode ser transformada numa seqüência de 0s e 1s), como *softwares*, livros, filmes, serviços financeiros e *websites* apresentam rendimentos crescentes. Custos fixos altos e custos variáveis negligenciáveis dão a essas indústrias o potencial de vastas economias de escala. Nesses casos, a estrutura natural de mercado é o monopólio.

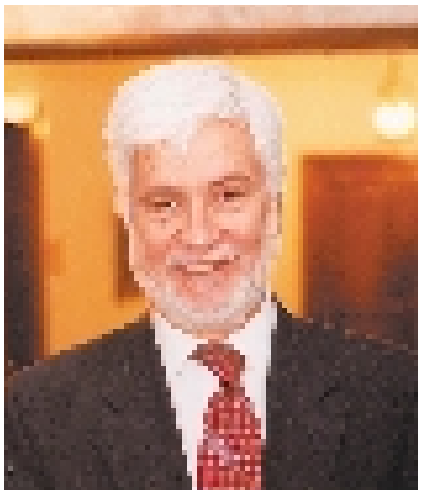
Um fator adicional é que as economias de escala com bens de informação aplicam-se não só do lado da oferta, mas também da demanda, graças aos efeitos de entrelaçamento (ou "economias de *networking*"). O valor de muitos bens de informação, como máquinas de fax ou *softwares*, aumenta à medida que mais pessoas os usam. Os efeitos de entrelaçamento criam poderosas barreiras à entrada. Em tais mercados, uma firma tende a ser dominante. Um fator adicional agrava essa tendência: o efeito do aprisionamento (*lock-in*). Uma vez que a clientela aprendeu um novo programa, dificilmente se disporá a mudar para um programa diferente. Basta ver a dominação do *word* da Microsoft no mercado dos processadores de texto.

Economias de escala ilimitadas levam a monopólio e isso significa que as autoridades antitruste vão ter muito trabalho. Mas com a rapidez do progresso técnico e a concorrência vigorosa, as participações atuais das firmas no mercado querem dizer pouco: monopólios podem ser apenas temporários

Informada por um parecer de Paul Romer — principal formulador da teoria do crescimento endógeno — a ação do governo americano contra a Microsoft não foi por ela ser monopolista, ou grande demais no mercado, mas, sim, por ter a Microsoft protegido e estendido sua posição dominante mediante práticas anticoncorrência. O tema-chave para a política de concorrência na nova economia não é a participação no mercado, mas o abuso do poder de mercado por uma empresa dominante, visando desencorajar a inovação de terceiros.

A concorrência pode ser mais importante do que o monopólio para encorajar a inovação. Como a nova tecnologia corrói o poder de monopólio, ele tem um enorme incentivo para sufocar a inovação, proteger sua posição monopolista e assim desencorajar novas empresas de inovar. A defesa da concorrência torna-se assim mais importante em tempos de inovação tecnológica porque haverá muito mais oportunidades para bloquear as inovações.

Entretanto, os monopólios não devem aparecer por toda parte na nova economia. Fora dos setores digitalizáveis (como o de *software*), a internet permite reduzir



as economias de escala ao aumentar as oportunidades para a terceirização e reduzir os custos fixos. Uma firma pequena pode usar um *software* de contabilidade em vez de um contador, um processador de textos em vez de um datilógrafo, um *e-mail* ou *voice-mail* em vez de uma telefonista.

A informação imperfeita, associada aos altos custos das transações, é a razão por que as firmas existem, como nos ensinou o prêmio Nobel Ronald Coarse na década de 60. Com a Internet, a informação se dissemina e os custos de transação se reduzem. Com isso, o tamanho ótimo das firmas também diminui e os mercados onde existe concorrência tendem a se fortalecer.

Países em desenvolvimento — Até agora, a nova economia tem sido basicamente um espetáculo americano. Mas isso não quer dizer que a hegemonia dos EUA irá se manter no futuro. Historicamente, os maiores ganhos econômicos de uma nova tecnologia vieram não de sua invenção e produção, mas de sua exploração. O principal responsável pelo aumento da produtividade é o uso da Tdl e não a produção da Tdl.

O resto do mundo não precisa criar tecnologia de ponta para reduzir o hiato de produtividade com os EUA. Os demais países podem tornar suas economias mais produtivas simplesmente adaptando a tecnologia americana.

Obstáculos para isso são as leis de proteção ao emprego, que bloqueiam a rápida realocação de trabalhadores de velhas para novas indústrias. Mercados de venture capital pouco desenvolvidos e burocracia estatal também podem tornar difícil a criação de novas empresas. Países com os arranjos mais flexíveis tendem a adotar a Tdl mais rapidamente.

Os medos de uma "divisória digital" separando os países em desenvolvimento dos países industrializados parecem estar baseados numa percepção equivocada a respeito do poder disseminador da Tdl.

Os países em desenvolvimento têm um amplo escopo para crescer rapidamente por intermédio da aquisição da tecnologia dos países ricos e da adaptação dos seus métodos de produção. Estando atrasados, os países pobres não precisam reinventar a roda ou o computador, mas simplesmente abrirem-se às inovações do mundo desenvolvido.

Computadores, telecomunicações modernas e a internet reduzem os custos de comunicação e quebram as barreiras geográficas. Tendem assim a acelerar a difusão global do conhecimento. A Tdl poderá até mesmo permitir que os países em desenvolvimento pulem etapas tecnológicas, evitando, por exemplo, cabos de cobre ou telefones analógicos. Como já se disse, é sempre o segundo rato quem come o queijo.

Outro fator positivo para os países em desenvolvimento é que a Tdl reduz o tamanho ótimo das firmas, e também, ao reduzir os custos de comunicação, torna mais fácil para as empresas multinacionais moverem sua produção para os países em desenvolvimento, para se aproveitarem da mão-de-obra mais barata.

O risco maior parece ser não o do "divisor digital", mas o de que os governos, firmas e agências internacionais nos países em desenvolvimento se distraiam com a internet e concentrem seus esforços em promover interconexões, em vez de lidar com os obstáculos mais profundos ao desenvolvimento. Mercados abertos ajudam a acelerar a transferência de tecnologia e a educação aumenta a capacidade de um país para absorver o conhecimento. Abrir e flexibilizar os mercados e promover a educação são atividades mais importantes do que desenvolver a Internet.

Lições para o Brasil — À parte a universalização e melhoria da educação básica e do apoio aos centros de excelência tecnológica, como promover a "nova economia" no Brasil?



Em primeiro lugar, o que não fazer. Não repetir a dose da Lei de Informática dos anos 70. Ignorando que a importância da TdI está em seu uso e não em sua produção, a famigerada Lei de Informática do período militar forçou o uso de computadores precários de fabricação local, travou a disseminação da TdI no país e nos colocou na retaguarda do desenvolvimento tecnológico por quase duas décadas. Ainda hoje, a importação de computadores é punida com tarifas excessivamente elevadas, encarecendo desnecessariamente um produto cuja disseminação é essencial para o avanço tecnológico do país.

Em segundo lugar, eliminar os impostos em cascata, reduzir e simplificar a carga tributária e flexibilizar a legislação trabalhista, de forma a facilitar a desverticalização dos processos produtivos e permitir que as pequenas e médias empresas saiam da informalidade e se interconectem, como fornecedoras de partes e componentes, às redes de suprimento das grandes empresas que a TdI permite formar. As reformas tributária e trabalhista constituem talvez o passo mais importante que o governo pode dar para deslanchar o crescimento do comércio digital e a disseminação da TdI no país.

Em terceiro lugar, facilitar o desenvolvimento do mercado de capitais. Não é acidente que os EUA, o país que até agora mais se beneficiou da TdI, seja também o único país em que, como observou Larry Summers, um empreendedor pode levantar seus primeiros US$ 100 milhões antes mesmo de comprar seu primeiro terno.

Já Alan Greenspan nota que o redirecionamento de capital que acompanha a expansão da "nova economia" nos EUA somente é possível devido à dispersão de riscos no mercado de capitais americano, fruto de produtos financeiros inovadores, muitos dos quais viabilizados pelo próprio desenvolvimento da TdI. Nesse sentido, tanto a CPMF como a Resolução 2.720 do CMN estão na contramão da história, pois inibem o desenvolvimento do mercado de capitais e, portanto, a disseminação da "nova economia" no país.

Núcleo de Inflação
Dezembro

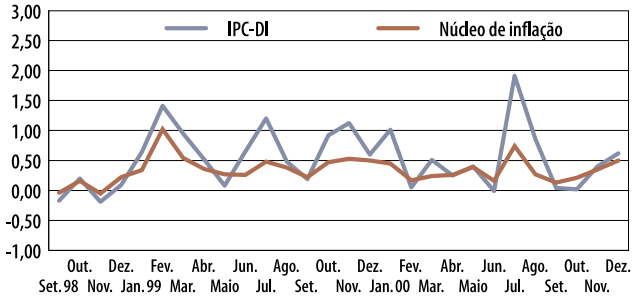
Rebecca Barros
IBRE/FGV

O Núcleo de Inflação de dezembro, calculado pela Fundação Getulio Vargas, registrou uma variação de 0,5%, acima dos 0,35% do mês anterior, indicando uma tendência de alta do indicador no curto prazo. No acumulado de 12 meses o resultado permaneceu o mesmo de novembro — 3,95% — por conta do valor de dezembro de 1999, também de 0,5%.

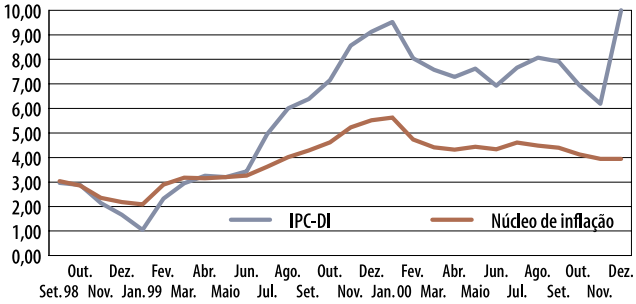
As elevações tradicionais de preços no fim do ano foram adicionadas ao otimismo gerado pela queda nos juros internos, ao ajuste da energia elétrica e combustíveis e à pressão da demanda interna via aumento no crédito. A soma desses fatores levou a um aumento generalizado nos preços nos últimos meses, aliviado apenas pela redução nos preços dos alimentos, o que arrefeceu um pouco a pressão altista.

Os próximos meses serão decisivos para se definir se essas pressões deverão ser levadas em consideração pelas autoridades monetárias, ou se foram apenas pressões de curto prazo, sem maiores impactos na previsão estimada da inflação para 2001.

Variação mensal – IPC-DI e medida de Núcleo de Inflação



Variação em 12 meses – IPC-DI e medida de Núcleo de Inflação



Variação Percentual Mensal

Mês		IPC-DI	Núcleo de Inflação
1998 –	Dez.	0,09	0,22
1999 –	Jan.	0,64	0,34
	Fev.	1,41	1,02
	Mar.	0,95	0,54
	Abr.	0,52	0,36
	Maio	0,08	0,27
	Jun.	0,65	0,26
	Jul.	1,2	0,48
	Ago.	0,48	0,38
	Set.	0,19	0,22
	Out.	0,92	0,47
	Nov.	1,12	0,53
	Dez.	0,6	0,5
2000 –	Jan.	1,01	0,45
	Fev.	0,05	0,17
	Mar.	0,51	0,24
	Abr.	0,25	0,26
	Maio	0,4	0,39
	Jun.	-0,01	0,16
	Jul.	1,91	0,74
	Ago.	0,86	0,27
	Set.	0,04	0,13
	Out.	0,02	0,21
	Nov.	0,4	0,35
	Dez.	0,62	0,50

Variação Percentual em 12 Meses

Mês		IPC-DI	Núcleo de Inflação
	Dez.	1,66	2,18
1999 –	Jan.	1,04	2,08
	Fev.	2,32	2,9
	Mar.	2,95	3,18
	Abr.	3,26	3,16
	Maio	3,2	3,2
	Jun.	3,44	3,27
	Jul.	4,95	3,63
	Ago.	6	4,02
	Set.	6,38	4,29
	Out.	7,15	4,62
	Nov.	8,56	5,22
	Dez.	9,12	5,51
2000 –	Jan.	9,52	5,62
	Fev.	8,04	4,74
	Mar.	7,57	4,42
	Abr.	7,28	4,32
	Maio	7,62	4,44
	Jun.	6,92	4,34
	Jul.	7,66	4,61
	Ago.	8,07	4,49
	Set.	7,91	4,4
	Out.	6,94	4,13
	Nov.	6,19	3,95
	Dez.	6,21	3,95

Fonte: IBRE/FGV.

Projeções macroeconômicas 2001/2002

Elena Soihet (soihet@fgv.br)
com colaboração de
Pedro Quaresma (quaresma@fgv.br)

	2001			2002
Projeção	*Otimista*	*Moderado*	*Conservador*	
IGP-DI (%)	5,1	5,5	5,8	4,2
IPCA (%)	4,0	4,2	4,4	3,9
Variação do PIB (%)	4,2	4,0	3,9	4,5
Taxa Selic (média)	14,5	14,7	14,9	12,9
Taxa de câmbio – dezembro (R$/US$)	1,98	2,01	2,04	2,09
Exportações – jan.-dez. 2000 (US$ bilhões)	59,8	59,6	59,4	65,4
Importações – jan.-dez. 2000 (US$ bilhões)	59,8	60,0	60,2	64,9
Saldo da balança comercial (US$ bilhões)	0,0	-0,4	-0,8	0,5
Taxa de desemprego (IBGE)	6,8	7,0	7,1	6,5
Déficit em conta corrente (US$ bilhões)	26,7	27,1	27,5	28,0
Déficit em transações correntes (% do PIB)	4,2	4,3	4,4	4,1
Superávit primário do setor público (% do PIB)	3,1	3,0	2,9	2,4
Déficit nominal do setor público (% do PIB)	2,9	3,1	3,2	2,8
Reservas internacionais líquidas (US$ bilhões)	32,5	31,8	31,0	31,4
Investimento direto (US$ bilhões)	23,9	23,2	22,5	22,0

Pesquisa realizada junto a 13 instituições financeiras entre os dias 15 e 18 de janeiro

Cenário externo exige cautela

Os resultados de final de ano da economia, apurados em 2000, mostram que as projeções macroeconômicas são boas no curto prazo. O IPCA e o IGP-DI encerraram o ano respectivamente em 5,97% e 9,8%, dentro do intervalo apurado pela projeção de novembro que previa percentuais entre 5,9% e 6,3% para o IPCA e 9,8% e 10% para o IGP-DI.

Já a taxa Selic média fechou 2000 em 17,6% e a pesquisa já apontava, desde agosto, para uma Selic média de 17,5%. Em relação ao setor externo, o saldo da balança comercial foi a variável mais polêmica, em função das projeções otimistas do início do ano passado, que chegaram a apontar um superávit de US$3,6 bilhões. Na pesquisa realizada em novembro, a balança já revelava um déficit de US$800 milhões na ótica do cenário pessimista, portanto, próximo do déficit de US$691 milhões apresentado em 2000 pela balança comercial.

As expectativas para 2001 demonstram que o mercado continua confiante na recuperação econômica, porém, menos que na última sondagem, quando se previa um crescimento do PIB de 4,2%. Em relação à última pesquisa, não houve alterações substanciais nas projeções de juros e nas variáveis fiscais. Em compensação, a vulnerabilidade do setor externo continua: as exportações caíram de US$59,9 bilhões para US$59,6 bilhões, enquanto as importações seguem trajetória de alta, levando a uma projeção um déficit de US$400 milhões.

O resultado do alargamento do déficit comercial tem como conseqüência a pressão sobre as contas externas, em especial o déficit em transações correntes, que aumentou US$1,4 bilhão em relação à pesquisa anterior. Um dos principais reflexos se dá, sem dúvida, no mercado de câmbio, cuja projeção para dezembro de 2001 passou de R$1,97 para R$2,01.

Projeções em 2001- Inflação	Fev./01	Mar./01
IGP-DI (%)	**0,20**	**0,18**
IPCA (%)	**0,23**	**0,23**

O crescimento da economia não pode, portanto, ser encarado com tanta euforia, mas com atenção e cautela, em função das dificuldades que se projetam no cenário externo. A partir desta edição vamos dar também as projeções para 2002.



Desempenho dos ÍNDICES

	FGV100	FGV100-E	IBOVESPA
No mês	13,21%	9,22%	14,84%
No ano	6,42%	5,45%	-10,72%
Em 12 meses	6,42%	5,45%	-10,72%

MÊS: DEZEMBRO

	FGV100						FGV100-E					
DATA	FECHAMENTO		MÉDIO		MÁXIMO	MÍNIMO	DATA	FECHAMENTO		MÉDIO		MÁXIMO	MÍNIMO
	PONTO	%	PONTO	%	PONTO	PONTO		PONTO	%	PONTO	%	PONTO	PONTO
01.12.00	121.254	1,3566	120.655	-0,72	121.558	119.631	01.12.00	266.147	0,2395	266.350	-0,8344	268.864	264.571
04.12.00	121.741	0,4016	120.847	0,1591	121.849	119.931	04.12.00	265.791	-0,1337	263.997	-0,8834	266.235	262.018
05.12.00	127.305	4,5703	124.730	3,2132	127.373	121.741	05.12.00	277.443	4,3838	271.997	3,0303	277.499	265.791
06.12.00	126.686	-0,4862	127.597	2,2986	128.325	126.509	06.12.00	271.734	-2,0577	275.092	1,1379	277.935	271.471
07.12.00	129.408	2,1486	127.408	-0,1481	129.408	126.383	07.12.00	281.714	3,6727	274.959	-0,0483	281.714	271.209
08.12.00	133.544	3,196	132.520	4,0123	133.947	129.408	08.12.00	288.200	2,3023	287.278	4,4803	289.439	281.714
11.12.00	135.069	1,1419	135.039	1,9008	135.915	133.544	11.12.00	288.999	0,2772	290.137	0,9952	291.959	287.047
12.12.00	133.487	-1,1712	134.038	-0,7413	135.146	132.958	12.12.00	285.067	-1,3605	286.370	-1,2984	288.999	283.807
13.12.00	135.900	1,8076	134.759	0,5379	136.357	133.489	13.12.00	292.480	2,6004	288.661	0,8	293.722	284.771
14.12.00	135.353	-0,4025	135.135	0,279	135.916	134.561	14.12.00	290.998	-0,5067	290.526	0,6461	292.498	288.674
15.12.00	133.253	-1,5514	133.470	-1,2321	135.353	132.112	15.12.00	286.675	-1,4855	287.074	-1,1882	291.478	284.125
18.12.00	133.698	0,3339	134.423	0,714	135.348	133.253	18.12.00	287.272	0,2082	288.814	0,6061	291.143	286.675
19.12.00	135.318	1,2116	134.440	0,0126	135.563	133.699	19.12.00	290.472	1,1139	288.913	0,0343	291.035	287.110
20.12.00	130.509	-3,5538	132.702	-1,2928	135.318	130.509	20.12.00	280.340	-3,4881	284.940	-1,3752	290.759	280.312
21.12.00	129.824	-0,5248	130.853	-1,3933	132.265	129.589	21.12.00	279.229	-0,3963	279.887	-1,7734	284.026	276.997
22.12.00	131.019	0,9204	130.677	-0,1345	131.267	129.807	22.12.00	280.035	0,2886	279.826	-0,0218	281.336	278.314
26.12.00	132.666	1,257	131.781	0,8448	132.810	131.019	26.12.00	281.094	0,3781	280.643	0,292	284.238	279.409
27.12.00	135.306	1,9899	134.285	1,9001	135.667	132.666	27.12.00	286.846	2,0462	284.244	1,2831	287.591	281.094
28.12.00	135.436	0,096	135.319	0,77	136.253	134.517	28.12.00	290.001	1,0998	288.551	1,5152	290.853	286.846

Metodologia e cálculo: Fundação Getulio Vargas — IBRE / CEAE. Fonte dos dados: Agência Estado / Broadcast.
O índice FGV100, calculado pela FGV, é composto de 100 ações de empresas privadas não-financeiras (FGV100-E: a composição é feita de forma semelhante ao FGV100 porém incluindo empresas estatais).

Fundos

O desempenho *em* 2000

RUI PIZARRO



A queda dos juros aliada e a retomada da atividade econômica podem ter sido motivo de comemoração geral em 2000 mas, pelo menos entre os investidores, provocou reações diferentes. A convicção de que lucros excepcionais e atípicos no mercado financeiro não combinam com uma economia estável se confirmou entre analistas e instituições, que passaram a avaliar a melhor alternativa de rendimento para o dinheiro de seus clientes. Estes, por sua vez, se conscientizaram de que, daqui por diante, a rentabilidade do passado está, sem



dúvida, associada a uma maior exposição e a um risco maior de perdas.

A equipe técnica da revista *Conjuntura Econômica*, responsável pela elaboração da pesquisa apresentada a seguir sobre os fundos de investimento que mais renderam no ano passado, constatou, por exemplo que, na Renda Fixa, a melhor rentabilidade, acumulada no ano, não foi além de 20,9% — Funbanorte Itaú Matrix, administrado pelo Itaú — e que a média geral, entre os 236 fundos analisados, foi de 17,2%. Na renda variável, onde a incerteza é maior, o grande destaque foi o Focus FIA, do Sul-América Investimentos, com a surpreendente e invejável rentabilidade acumulada de 53,1%.

A pesquisa levou em conta fundos de investimento não-exclusivos — ou seja, disponíveis a todo o tipo de investidor — com patrimônio superior a R$5 milhões. O patrimônio total dos fundos analisados somou R$ 66,4 bilhões. Quarenta e um fundos ficaram de fora por não atingirem o valor mínimo de patrimônio. Na classificação geral dos Fundos de Renda Fixa, sobressai o do Banco

Itaú, que conseguiu emplacar quatro tipos de fundos entre os 20 maiores. O Chase, com bom desempenho também, aparece duas vezes.

A existência de fundos com patrimônio líquido de tamanhos nitidamente distintos — Banco do Brasil, com R$ 3,8 bilhões e Banorte, com R$10 milhões — levou os responsáveis pela pesquisa a elaborarem a tabela dos maiores; ou seja, fundos com patrimônio líquido superior a 0,2% — R$133 milhões — do total. Neste caso, a tabela apresentou substanciais alterações nas colocações. O Itaú foi, novamente, destaque, com quatro fundos entre os 20 maiores, seguido do ABN Amro Bank, com três fundos e do BBA e Chase, com dois. O primeiro lugar ficou com o Fundo Abrolhos, do Citibank — patrimônio de R$356 milhões —, que apresentou variação de 18,5%. Na classificação geral, entretanto, o Abrolhos ocupou a 9ª posição.

Renda Fixa

Os analistas de *Conjuntura Econômica* salientam que o fundos FIF de Renda Fixa apresentaram rentabilidade superior aos demais porque as taxas de juros encontravam-se em declínio e, nesse contexto, fundos com variação prefixada levam vantagem. Por isso, não é de estranhar que, entre os 20 maiores, esse tipo de fundo esteja presente em 18 posições. Já com os fundos de Renda Fixa DI, que seguem a taxa de juros corrente (Selic), ocorreu o inverso. Ainda assim, distingue-se claramente o bom desempenho do ABN Amro Bank, com cinco tipos de fundos entre os 20 desse tipo, o que denota a opção por uma especialização do banco nesse investimento. Notável, também, é a presença do Banco do Brasil, instituição de grande porte, nessa classificação.

Renda variável

Neste segmento, entre os fundos que apresentaram maior rentabilidade, prevalecem instituições de menor porte. Desempenhos surpreendentes foram, por exemplo, os da Máxima Asset Manegement e da Dynamo, com sete fundos, no total, entre os 20 maiores pesquisados. O vencedor na categoria, conforme assinalado na abertura da matéria, foi o Focus FIA.

Os responsáveis pela pesquisa também observaram que os fundos de ações que obtiveram desempenho altamente positivo e, convém lembrar, distante do comportamento do mercado, como um todo, em 2000, eram do tipo setorial; ou seja, não vinculados ao Ibovespa e relativos a algum setor específico da economia, como telecomunicações. Entre os maiores, chama a atenção a Máxima, com três fundos entre os 20 e, melhor ainda, ocupando as três primeiras colocações. Opportunity e Dynamo também comparecem três vezes.

A pesquisa também apurou outro fenômeno que poderia ser classificado de anormal, como a variação dos denominados fundos exclusivos, comparáveis a uma espécie de condomínio fechado. No segmento de Renda Variável, o primeiro lugar destacado e com performance inigualável e inatingível é o do BMG, com quase 130%. Na Renda Fixa, o Banco do Brasil Patrimonial apresentou variação de 27,28%. A destacar o fato desse tipo de fundo ser reservado apenas aos funcionários da instituição — daí inserir-se na categoria de exclusivo.

A tabela de classificação pela rentabilidade ajustada ao risco apresenta os fundos de investimento com menor grau de volatilidade, onde o desvio-padrão ganha importância maior. Assim, no caso da Renda Fixa, o primeiro classificado foi o Votorantim Plus FIF — que ocupou a 71ª posição na relação geral — com rentabilidade de 17,48%. Considerando, ainda, esse segmento, verifica-se que dos 20 maiores da classificação geral, somente o Concórdia Extra está presente, com alta de 18,16% no ano e volatilidade menor.

Na Renda Variável, e em relação à classificação geral, as variações foram bem menores: os 20 maiores são os mesmos, neste item, alterando apenas as posições de desempenho. Entretanto, em termos de rentabilidade, as diferenças foram maiores: enquanto o primeiro colocado apresentou lucro superior a 53%, o 20º colocado obteve lucratividade de 12%.

Fundos de Renda Fixa

	Fundo	Instituição	Tipo	PL em dez. 00	Valor da cota dez. 99	Valor da cota dez. 00	Rentab. no ano (em %)
1	Funbanorte Itaú Matrix FIF	Itaú	FIF Renda Fixa	10.749.658	2602,4	3146,3	20,90
2	Lirio FIF	Maxima Asset	FIF Renda Fixa	20.592.310	8,9	10,6	20,13
3	Sam Fix Institucional FIF	Santos	FIF Renda Fixa	31.683.068	1,3	1,5	18,77
4	Título FIF - 60	Título	FIF Renda Fixa	19.023.757	1,7	2,0	18,77
5	BIC Institucional III	BIC	FIF Renda Fixa	83.330.097	1,1	1,3	18,76
6	BVA Fix Seguro	BVA	FIF DI	7.456.747	2,0	2,4	18,74
7	Boston Credit Fix	Bankboston	FIF Renda Fixa	58.001.469	204,4	242,6	18,69
8	FIF Santander Portfólio Institucional	Santander Brasil	FIF Renda Fixa	59.357.426	27,8	33,0	18,61
9	Abrolhos FIF	Citibank	FIF Renda Fixa	356.302.537	2,0	2,4	18,46
10	Frances RF FIF	Itaú	FIF Renda Fixa	602.244.366	275,2	325,8	18,40
11	Ametista - FIF	Itaú	FIF Renda Fixa	53.918.267	15,2	18,0	18,36
12	WestIb Fix Traditional FIF	WestIb Banco Europeu	FIF Renda Fixa	34.051.279	1,0	1,2	18,33
13	Concordia Extra	Concordia	FIF Renda Fixa	206.466.063	2,4	2,8	18,16
14	BB Top Premium	BB	FIF Renda Fixa	3.767.495.903	1,0	1,2	18,11
15	Chase Dynamic	Chase	FIF Renda Fixa	386.921.795	210,4	248,5	18,10
16	Pactual Institucional Dinâmico	Pactual Asset Management – PAM	FIF Renda Fixa	61.625.294	1,1	1,3	18,08
17	BCN Alliance Energia DI	BCN	FIF DI	57.263.693	110,1	129,9	18,04
18	HSBC FIF Jatiúca	HSBC	FIF Renda Fixa	235.867.150	1,4	1,7	18,01
19	Chase Fix	Chase	FIF Renda Fixa	175.628.384	279,2	329,4	18,00
20	Kaali - FIF	Itaú	FIF Renda Fixa	162.693.825	12,0	14,2	17,99

*Fundos de Renda Fixa – Maiores**

	Fundo	Instituição	Tipo	PL em dez. 00	Valor da cota dez. 99	Valor da cota dez. 00	Rentab. no ano (em %)
1	Abrolhos FIF	Citibank	FIF Renda Fixa	356.302.537	2,0	2,4	18,46
2	Frances RF FIF	Itaú	FIF Renda Fixa	602.244.366	275,2	325,8	18,40
3	Concordia Extra	Concordia	FIF Renda Fixa	206.466.063	2,4	2,8	18,16
4	BB Top Premium	BB	FIF Renda Fixa	3.767.495.903	1,0	1,2	18,11
5	Chase Dynamic	Chase	FIF Renda Fixa	386.921.795	210,4	248,5	18,10
6	HSBC FIF Jatiúca	HSBC	FIF Renda Fixa	235.867.150	1,4	1,7	18,01
7	Chase Fix	Chase	FIF Renda Fixa	175.628.384	279,2	329,4	18,00
8	Kaali - FIF	Itaú	FIF Renda Fixa	162.693.825	12,0	14,2	17,99
9	Jamstec	Itaú	FIF DI	140.231.577	27,6	32,5	17,98
10	FIF Pactual High Yield	Pactual Asset Management – PAM	FIF Renda Fixa	934.143.289	2,3	2,7	17,87
11	Lloyds Profit FIF	Lloyds	FIF Renda Fixa	184.349.007	20,4	24,0	17,83
12	Icatu Advanced Institucional FIF	BBA Capital	FIF Renda Fixa	242.805.088	2,8	3,3	17,81
13	ABN Amro FIF Credit	ABN Amro Real	FIF DI	234.518.179	16,7	19,7	17,79
14	BBA FIF Performance	BBA Capital	FIF Renda Fixa	740.140.371	2,8	3,3	17,78
15	ABN Amro FIF Manager II	ABN Amro Real	FIF Renda Fixa	176.065.211	20,8	24,5	17,77
16	Santander Renda Fixa	Santander Brasil	FIF Renda Fixa	1.348.785.178	1,9	2,3	17,77
17	ABN Amro FIF Manager	ABN Amro Real	FIF Renda Fixa	177.983.666	20,8	24,5	17,76
18	Itau-Matrix Leverage II FIF	Itaú	FIF Renda Fixa	165.582.820	2152,9	2534,6	17,73
19	Liberal Tradicional FIF	Liberal	FIF Renda Fixa	681.635.349	1,4	1,7	17,68
20	BBV Renda Fixa	BBV Banco	FIF Renda Fixa	1.256.465.109	236,0	277,6	17,67

*Fundos cujo patrimônio líquido supera 0,2% do total dos fundos pesquisados no segmento.

Fundos de Renda Fixa – Tipo FIF Renda Fixa

	Fundo	Instituição	PL em dez. 00	Valor da cota dez. 99	Valor da cota dez. 00	Rentab. no ano (em %)
1	Funbanorte Itaú Matrix FIF	Itaú	10.749.658	2602,4	3146,3	20,90
2	Lírio FIF	Maxima Asset	20.592.310	8,9	10,6	20,13
3	Sam Fix Institucional FIF	Santos	31.683.068	1,3	1,5	18,77
4	Título FIF - 60	Título	19.023.757	1,7	2,0	18,77
5	BIC Institucional III	BIC	83.330.097	1,1	1,3	18,76
6	Boston Credit Fix	Bankboston	58.001.469	204,4	242,6	18,69
7	FIF Santander Portfólio Institucional	Santander Brasil	59.357.426	27,8	33,0	18,61
8	Abrolhos FIF	Citibank	356.302.537	2,0	2,4	18,46
9	Frances RF FIF	Itaú	602.244.366	275,2	325,8	18,40
10	Ametista - FIF	Itaú	53.918.267	15,2	18,0	18,36
11	Westlb Fix Traditional FIF	Westlb Banco Europeu	34.051.279	1,0	1,2	18,33
12	Concordia Extra	Concordia	206.466.063	2,4	2,8	18,16
13	BB Top Premium	BB	3.767.495.903	1,0	1,2	18,11
14	Chase Dynamic	Chase	386.921.795	210,4	248,5	18,10
15	Pactual Institucional Dinâmico	Pactual Asset Management – PAM	61.625.294	1,1	1,3	18,08
16	HSBC FIF Jatiúca	HSBC	235.867.150	1,4	1,7	18,01
17	Chase Fix	Chase	175.628.384	279,2	329,4	18,00
18	Kaali - FIF	Itaú	162.693.825	12,0	14,2	17,99
19	BMG Portfólio II FIF	BMG	70.488.814	1,8	2,1	17,95
20	Votorantim Renda Fixa FIF	Votorantim Asset	82.111.658	1,3	1,5	17,95

Fundos de Renda Fixa – Tipo FIF DI

	Fundo	Instituição	PL em dez. 00	Valor da cota dez. 99	Valor da cota dez. 00	Rentab. no ano (em %)
1	BVA Fix Seguro	BVA	7.456.747	2,0	2,4	18,74
2	BCN Alliance Energia DI	BCN	57.263.693	110,1	129,9	18,04
3	Jamstec	Itaú	140.231.577	27,6	32,5	17,98
4	FIF Preeminent	Suladis	102.476.205	19,4	22,8	17,89
5	Westlb Fix DI Triple A	Westlb Banco Europeu	51.818.586	1,0	1,2	17,83
6	ABN Amro FIF Credit	ABN Amro Real	234.518.179	16,7	19,7	17,79
7	Alfa Orbis II FIF	Alfa	28.907.113	151,4	178,3	17,77
8	Real FIF Sibro II DI	ABN Amro Real	81.783.396	151,3	178,1	17,71
9	Alfa Orbis FIF DI	Alfa	480.748.839	288,7	339,5	17,60
10	ABN Amro FIF Profit DI	ABN Amro Real	867.680.621	20,0	23,6	17,60
11	Itaú DI FIF	Itaú	5.401.056.925	15,6	18,3	17,56
12	Real FIF Sibro DI	ABN Amro Real	3.388.985.330	288,6	339,2	17,55
13	ABN Amro FIF CP	ABN Amro Real	20.127.778	13,4	15,7	17,55
14	BMC Renda Fixa DI FIF	BMC Asset	27.010.366	2,8	3,3	17,54
15	HSBC FIF DI Institucional	HSBC	561.876.309	1,4	1,7	17,53
16	Sudameris Private DI	Sudameris	159.566.910	2033,2	2389,4	17,52
17	Fibra Institucional DI	Fibra DTVM	47.992.538	1,6	1,9	17,50
18	Westlb Fix DI FIF	Westlb Banco Europeu	312.545.645	5,8	6,9	17,50
19	BB Top DI 60	BB	4.133.977.575	1,7	2,0	17,49
20	BNP Optimum DI	BNP Paribas	113.558.356	143,1	168,1	17,46

Fundos de Ações

	Fundo	Instituição	Tipo	PL em dez. 00	Valor da cota dez. 99	Valor da cota dez. 00	Rentab. no ano (em %)
1	Focus FIA	Sul America Investimentos	Fundos de ações outros	13.819.355	14,0	21,5	53,11
2	Maxima Tele-Part	Maxima Asset	Setoriais	70.449.657	1,4	2,1	48,18
3	Maxima Maxyield	Maxima Asset	Fundos de ações outros	53.355.046	1741,1	2424,5	39,25
4	Maxima Access	Maxima Asset	Fundos de ações outros	37.563.410	4,8	6,5	35,59
5	Schroder Brasil FIA	Schroder Brasil	IBX	23.563.063	25,2	33,4	32,54
6	Itaú Institucional Onix FIA	Itaú	Setoriais	19.927.940	19,5	25,5	30,93
7	Título FIA	Título	Fundos de ações outros	8.043.801	3,3	4,3	29,66
8	Sonata	Dynamo	Fundos de ações outros	77.957.825	5,2	6,6	26,33
9	Sul America Especial I FIA	Sul America Investimentos	Fundos de ações outros	21.240.790	11,8	14,7	25,11
10	Triade Senior	Senior	Fundos de ações outros	11.570.528	4,7	5,9	24,90
11	CCF Banking	HSBC Investment Bank	Setoriais	9.195.787	1986,3	2480,0	24,85
12	Boston Small Cap Valuation - FIA	Bankboston	Fundos de ações outros	25.009.809	3,7	4,5	23,92
13	BBM High Yield 1	BBM	Fundos de ações outros	34.821.976	3,5	4,3	23,37
14	Safra Setorial Bancos	Safra	Setoriais	6.517.882	15,8	19,1	20,92
15	Dynamo Puma	Dynamo	Fundos de ações outros	636.730.723	27,9	33,6	20,13
16	Santa Fé Aquarius FIA	Dreyfus Brascan	Fundos de ações outros	15.523.277	0,1	0,1	17,61
17	Prosper Access CL	Prosper	Fundos de ações outros	6.527.751	2,3	2,7	15,96
18	Safra Setorial Energia	Safra	Setoriais	14.325.623	9,3	10,7	15,22
19	IP Participações Institucional FIA	Dreyfus Brascan	Fundos de ações outros	13.336.126	35,9	40,7	13,60
20	Dynamo Cougar	Dynamo	Fundos de ações outros	96.330.254	20,5	23,1	12,60

*Fundos de Ações – Maiores**

	Fundo	Instituição	Tipo	PL em dez. 00	Valor da cota dez. 99	Valor da cota dez. 00	Rentab. no ano (em %)
1	Maxima Tele-Part	Maxima Asset	Setoriais	70.449.657	1,38	2,05	48,18
2	Maxima Maxyield	Maxima Asset	Fundos de Ações Outros	53.355.046	1741,08	2424,52	39,25
3	Maxima Access	Maxima Asset	Fundos de Ações Outros	37.563.410	4,80	6,50	35,59
4	Sonata	Dynamo	Fundos de Ações Outros	77.957.825	5,23	6,61	26,33
5	BBM High Yield 1	BBM	Fundos de Ações Outros	34.821.976	3,52	4,35	23,37
6	Dynamo Puma	Dynamo	Fundos de Ações Outros	636.730.723	27,93	33,55	20,13
7	Dynamo Cougar	Dynamo	Fundos de Ações Outros	96.330.254	20,53	23,11	12,60
8	IP Participações FIA	Dreyfus Brascan	Fundos de Ações Outros	101.522.387	2,19	2,47	12,45
9	Bradesco Templeton F.V.L.	Bradesco	Fundos de Ações Outros	314.873.440	1516,38	1686,94	11,25
10	Opportunity Institucional FIA	Opportunity	IBOVESPA Ativo	137.509.800	2,02	2,22	9,97
11	Itau Galaxia FIA	Itau	Fundos de Ações Outros	109.503.173	5195,11	5575,22	7,32
12	Opportunity I FIA	Opportunity	IBOVESPA Ativo	60.717.684	749,60	797,87	6,44
13	Multiply Variable Carteira Livre	ABN Amro Real	Fundos de Ações Outros	36.166.458	2,25	2,39	6,05
14	Opportunity Logica II FIA	Opportunity	IBOVESPA Ativo	510.954.815	4,98	5,21	4,60
15	Portfolio Ações	Citibank	IBOVESPA Ativo	153.745.446	1363,30	1421,80	4,29
16	Finasa Ações Índice	Finasa	IBOVESPA Ativo	55.267.526	1,94	2,02	4,13
17	Itauações – FIA	Itaú	IBA	350.008.123	1,09	1,13	3,25
18	Itaú Cart. Institucional FIA	Itaú	Fundos de Ações Outros	49.612.667	18,15	18,72	3,13
19	Citiações Renda Mista	Citibank	Fundos de Ações Outros	53.727.716	1,84	1,90	2,82
20	ABN Amro Ações	ABN Amro Real	IBOVESPA	37.263.496	0,08	0,08	2,62

*Fundos cujo patrimônio líquido supera 0,2% do total dos fundos pesquisados no segmento.

Fundos de Renda Fixa – Rentabilidade ajustada ao risco

	Fundo	Instituição	Tipo	PL em dez. 00	Índice de rentab. com ajuste ao risco[1]	Rentab. no ano (em %)
1	Votorantim Plus-FIF	Votorantim Asset	FIF Renda Fixa	591.600.970	9,16	17,48
2	Plural Max Corporativo FIF	Far DTVM	FIF Renda Fixa	148.438.727	9,15	17,45
3	Concordia Extra	Concordia	FIF Renda Fixa	206.466.063	9,12	18,16
4	FIF Iamex Beta DI	Inter American Express	FIF DI	9.717.310	9,10	17,46
5	FIF Sumitomo DI	Sumitomo	FIF DI	66.695.754	9,09	17,13
6	Alfa Orbis II FIF	Alfa	FIF DI	28.907.113	9,05	17,77
7	BCN Alliance Corporate	BCN	FIF DI	36.903.413	9,03	17,24
8	Dresdner DI FIF	Dresdner	FIF DI	205.438.819	8,98	17,24
9	Finasa DI Mercado	Finasa	FIF DI	140.249.203	8,95	17,35
10	Bancocidade FIF Empresarial	Bancocidade	FIF DI	222.772.219	8,94	17,34
11	FIF Iamex Profit DI	Inter American Express	FIF DI	94.231.011	8,90	17,33
12	FIF Pactual Yield	Pactual Asset Management - PAM	FIF DI	344.108.092	8,87	17,36
13	BBG Yield	Barclays e Galicia	FIF DI	161.755.113	8,84	17,32
14	MB FIF Diario - DI Master	Mercantil do Brasil	FIF DI	33.824.271	8,84	17,32
15	CCF FIF Maximum DI	HSBC Investment Bank	FIF DI	597.155.708	8,84	17,13
16	Merrill Lynch DI FIF	Merrill Lynch	FIF DI	35.842.330	8,84	17,29
17	Bradesco FIF Empresa	Bradesco	FIF DI	6.820.213.000	8,84	17,23
18	Credit Suisse CSAM DI	Credit Suisse First Boston Garantia -BI	FIF DI	49.483.005	8,83	16,95
19	Liberal RF DI FIF	Liberal	FIF DI	21.674.260	8,83	17,14
20	Quartzo Inst. - FIF	Itaú	FIF Renda Fixa	27.263.433	8,83	17,09

[1]Equivalente ao índice de Sharpe: média das diferenças entre as rentabilidades semanais dos fundos e da poupança no ano 2000, dividida pelo desvio-padrão.
Ver notas metodológicas.

Fundos de Ações – Rentabilidade ajustada ao risco1

	Fundo	Instituição	Tipo	PL em dez. 00	Índice de rentab. com ajuste ao risco[1]	Desvio-padrão	Rentab. no ano (em %)
1	BBM High Yield 1	BBM	Fundos de Ações Outros	34.821.976	0,21	1,24	23,37
2	Santa Fé Aquarius FIA	Dreyfus Brascan	Fundos de Ações Outros	15.523.277	0,18	0,87	17,61
3	Focus FIA	Sul America Investimentos	Fundos de Ações Outros	13.819.355	0,15	5,32	53,11
4	Maxima Tele-Part	Maxima Asset	Fundos de Ações Setoriais	70.449.657	0,15	4,79	48,18
5	Maxima Maxyield	Maxima Asset	Fundos de Ações Outros	53.355.046	0,13	4,63	39,25
6	Triade Senior	Senior	Fundos de Ações Outros	11.570.528	0,12	2,60	24,90
7	Maxima Access	Maxima Asset	Fundos de Ações Outros	37.563.410	0,12	4,53	35,59
8	Sul America Especial I FIA	Sul America Investimentos	Fundos de Ações Outros	21.240.790	0,12	2,65	25,11
9	Schroder Brasil FIA	Schroder Brasil	Fundos de Ações IBX	23.563.063	0,11	4,68	32,54
10	Dynamo Puma	Dynamo	Fundos de Ações Outros	636.730.723	0,10	2,13	20,13
11	Titulo FIA	Título	Fundos de Ações Outros	8.043.801	0,10	4,25	29,66
12	Sonata	Dynamo	Fundos de Ações Outros	77.957.825	0,10	3,58	26,33
13	Itau Institucional Onix FIA	Itaú	Fundos de Ações Setoriais	19.927.940	0,09	5,44	30,93
14	CCF Banking	HSBC Investment Bank	Fundos de Ações Setoriais	9.195.787	0,09	4,00	24,85
15	Boston Small Cap Valuation - FIA	Bankboston	Fundos de Ações Outros	25.009.809	0,08	3,96	23,92
16	Safra Setorial Bancos	Safra	Fundos de Ações Setoriais	6.517.882	0,07	4,24	20,92
17	Prosper Access CL	Prosper	Fundos de Ações Outros	6.527.751	0,06	2,72	15,96
18	Safra Setorial Energia	Safra	Fundos de Ações Setoriais	14.325.623	0,05	4,36	15,22
19	IP Participações Institucional FIA	Dreyfus Brascan	Fundos de Ações Outros	13.336.126	0,04	3,30	13,60
20	Dynamo Cougar	Dynamo	Fundos de Ações Outros	96.330.254	0,04	2,77	12,60

[1]Equivalente ao índice de Sharpe: média das diferenças entre as rentabilidades semanais dos fundos e da poupança no ano 2000, dividida pelo desvio-padrão.
Ver notas metodológicas.

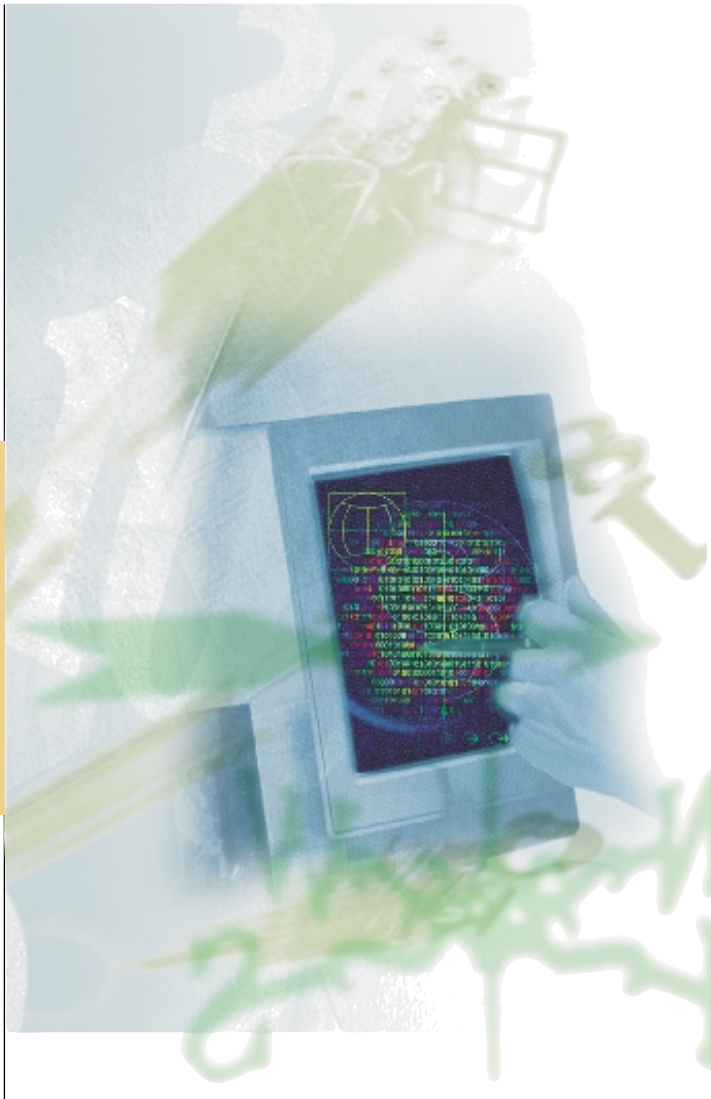
Fundos de Ações – Rentabilidade ajustada ao risco[2]

	Fundo	Instituição	Tipo	PL em dez. 00	Índice de rentab. com ajuste ao risco[2]	Beta	Rentab. no ano (em %)
1	BBM High Yield[1]	BBM	Fundos de Ações Outros	34.821.976	1,89	0,14	23,37
2	Santa Fé Aquarius FIA	Dreyfus Brascan	Fundos de Ações Outros	15.523.277	1,30	0,12	17,61
3	Maxima Tele-Part	Maxima Asset	Fundos de Ações Setoriais	70.449.657	1,25	0,57	48,18
4	Itaú Institucional Onix FIA	Itau	Fundos de Ações Setoriais	19.927.940	0,97	0,52	30,93
5	Maxima Maxyield	Maxima Asset	Fundos de Ações Outros	53.355.046	0,93	0,63	39,25
6	Focus FIA	Sul America Investimentos	Fundos de Ações Outros	13.819.355	0,78	1,02	53,11
7	Maxima Access	Maxima Asset	Fundos de Ações Outros	37.563.410	0,77	0,69	35,59
8	Triade Senior	Senior	Fundos de Ações Outros	11.570.528	0,75	0,41	24,90
9	Dynamo Puma	Dynamo	Fundos de Ações Outros	636.730.723	0,71	0,31	20,13
10	Titulo FIA	Titulo	Fundos de Ações Outros	8.043.801	0,57	0,76	29,66
11	Schroder Brasil FIA	Schroder Brasil	Fundos de Ações IBX	23.563.063	0,55	0,90	32,54
12	CCF Banking	HSBC Investment Bank	Fundos de Ações Setoriais	9.195.787	0,51	0,70	24,85
13	Boston Small Cap Valuation - FIA	Bankboston	Fundos de Ações Outros	25.009.809	0,47	0,70	23,92
14	Prosper Access CL	Prosper	Fundos de Ações Outros	6.527.751	0,45	0,37	15,96
15	Safra Setorial Bancos	Safra	Fundos de Ações Setoriais	6.517.882	0,44	0,68	20,92
16	Safra Setorial Energia	Safra	Fundos de Ações Setoriais	14.325.623	0,34	0,61	15,22
17	IP Participações Institucional FIA	Dreyfus Brascan	Fundos de Ações Outros	13.336.126	0,33	0,43	13,60
18	IP Participações FIA	Dreyfus Brascan	Fundos de Ações Outros	101.522.387	0,30	0,41	12,45
19	Bradesco Templeton F.V.L.	Bradesco	Fundos de Ações Outros	314.873.440	0,26	0,26	11,25
20	Dynamo Cougar	Dynamo	Fundos de Ações Outros	96.330.254	0,25	0,43	12,60

[2]Equivalente ao índice de Treynor: média das diferenças entre as rentabilidades semanais dos fundos e da poupançano ano 2000, dividida pelo coeficiente beta.
Ver notas metodológicas.

Notas Metodológicas

- Conjuntura Econômica analisou o desempenho de 243 fundos de ações e 236 fundos de renda fixa no ano 2000, tendo como fonte de dados a Associação Nacional dos Bancos de Investimento (ANBID).
- Foram pesquisados os fundos FIF não-exclusivos com patrimônio líquido superior a R$5 milhões no final de 2000, existentes há mais de um ano e que divulgaram informações sistematicamente à ANBID durante o período analisado.
- A rentabilidade acumulada foi medida pela valorização das cotas dos fundos durante o ano 2000. No cálculo da rentabilidade dos fundos de renda fixa foram utilizados os valores de cota do último dia útil de 1999 e 2000. No caso dos fundos de renda fixa, foram comparados os valores de cota do primeiro dia útil em 2000 e 2001.
- A rentabilidade ajustada ao risco busca detectar os fundos que auferiram as maiores taxas de remuneração, incorrendo no menor risco aos cotistas.
- Dois critérios de ajuste foram utilizados. O primeiro, equivalente ao chamado Índice Sharpe, estimou a rentabilidade ajustada ao risco como a média das diferenças entre os retornos semanais dos fundos e da poupança no ano 2000, dividida pelo desvio padrão da mesma série. O numerador deste indicador estima o quanto do retorno dos fundos superou a rentabilidade do ativo sem risco (a poupança). O denominador é o desvio padrão, usado como medida da volatilidade do fundo. Este cálculo foi realizado tanto para os fundos de renda fixa quanto para os fundos de ações.
- O outro critério foi estimado apenas para os fundos de ações e assemelha-se ao chamado Índice Treynor. Neste caso, o desvio padrão foi substituído pelo coeficiente beta, que mede a aderência da carteira do fundo ao desempenho do mercado. Este coeficiente é obtido pela regressão estatística entre o retorno de cada fundo e o do Ibovespa. Um beta superior a 1 indica que, a cada aumento da rentabilidade do Ibovespa, o efeito de valorização do fundo de ações específico será superior a 1. Quanto maior o beta, maior a aderência ao Ibovespa e, conseqüentemente, o risco sistemático de se manter um conjunto de ativos com características similares.
- A determinação de quais fundos são exclusivos, assim como a classificação dos fundos por tipo são da ANBID.



Juros em queda, bolsas em alta

Onde investir em 2001?

MARION MONTEIRO
Especial para Conjuntura Econômica

A queda nas taxas de juros deve levar os gestores de fundos a uma reavaliação da carteira de investimentos em 2001. O mercado financeiro está otimista em relação à indústria de fundos, principalmente com a performance das bolsas em conseqüência da estabilidade econômica. Com os juros caindo, os investidores podem optar por aplicações menos conservadoras — que dão maior retorno, apesar do risco — como os fundos derivativos. Outra opção é o mercado de ações. As bolsas, depois do mau desempenho no ano passado, estão se recuperando.

Ninguém no mercado duvida do crescimento da indústria de fundos este ano. O ritmo, no entanto, será mais lento do que no ano passado. A avaliação é do presidente da UBS Asset Management no Brasil, Maurício Bicalho. Ele baseia sua análise em alguns fatores, entre eles a migração das cadernetas de poupança e do CDB para fundos de investimento, tendência que começou há dois anos.

— Todo o dinheiro que tinha de sair da poupança e do CDB praticamente já saiu e os fundos de pensão são os únicos que ainda podem aumentar a chamada terceirização na gestão de recursos, ou seja, sair das carteiras próprias para procurar fundos de investimentos.

Segundo Bicalho, os fundos de renda fixa continuam crescendo, mas se, na média, chegaram a 20% em 2000, este ano deverão ficar em torno de 14%. "Quer dizer, há uma desaceleração; a indústria vai continuar crescendo só que num ritmo menor."

Então, para onde vão os investidores que querem mais rentabilidade e retorno para suas aplicações? Com a tendência de baixa dos juros, como é a expectativa do mercado, o executivo acredita que, no caso da renda fixa, os investidores vão continuar privilegiando cada vez

mais os de mais capacidade de gerar maior valor agregado em relação aos fundos DI, que seguem as taxas de juros interbancárias.

— Durante este ano vamos ter mais dinheiro entrando nos fundos derivativos e balanceados de risco mais elevado", diz. Explica-se: com a taxa nominal de juros em queda, o investidor vai se sentir mais atraído a buscar alternativas de melhor retorno para o dinheiro aplicado, sem ter que necessariamente ir para a renda variável.

Em sua avaliação, os fundos derivativos e balanceados são, dentro do universo da renda fixa, os que se beneficiarão mais com esse movimento. E a CPMF ainda vai dar um empurrãozinho nos fundos balanceados, que têm um mix preestabelecido de renda fixa e variável.

— A cada vez em que o gestor faz a mudança do mix, o investidor não paga a CPMF porque, na verdade, não mexeu no seu veículo de investimento, mas sim na carteira de investimento, que foi alterada.

O mercado de ações, avalia, está bem positivo neste primeiro semestre. Segundo Bicalho, a Argentina ainda preocupa por continuar numa situação delicada e, caso haja alguma deterioração na economia do nosso principal parceiro comercial do Mercosul, trará impacto no mercado financeiro. O que tem de positivo, segundo ele, é que a economia brasileira mantém a estabilidade e a expectativa de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) de 4,4% no ano, atingindo US$560 bilhões. "Então está tudo sob controle. O governo trabalha com taxas de 4% a 5% e não vejo nada que possa ser diferente." A instituição prevê a taxa Selic (juros primários da economia) para fechamento em junho de 14,5% ao ano e de 13,5% no fechamento de dezembro.

— Além disso, os mercados emergentes, como o Brasil, estão tendo mais atratividade."

Ele se diz muito otimista com o mercado de ações em 2001 e aposta que, no primeiro semestre, a alta será de até 30% e de 15% no segundo, concentrada principalmente nos papéis de empresas dos setores de telecomunicações, energia, bancos, petroquímico e de comércio.

— É um ano bom para as bolsas de valores e muito concentrado no primeiro semestre, fato que já está se confirmando.

Maurício Bicalho ressalta, no entanto, que apesar de 2001 ser positivo para as ações, não significa que o volume dos fundos de ações vá aumentar em proporção ao total da indústria. "O que eu acho é que a parcela de renda variável dentro dos fundos de renda fixa tende a aumentar", explica.

O executivo também acredita que ainda há espaço para a queda dos juros, hoje em 15,75% ao ano, mas a velocidade depende tanto do cenário interno como do externo e, no caso dos fatores internacionais, fica difícil fazer previsões. "O certo é que o mercado está num momento de otimismo, bem mais do que no semestre passado, pois a Argentina saiu da berlinda, o FED (Banco Central americano) fez movimento de redução de juros, a bolsa americana caiu e começou a achar um patamar para trabalhar normalmente e vários ajustes foram feitos.

O próprio Banespa foi vendido por um valor alto e ainda por cima para um banco estrangeiro, o que ajuda a trazer dólares para o Brasil", conta. O UBS Asset Management — subsidiária do UBS AG, quinto maior banco do mundo em ativos — tem R$352 milhões de ativos, sendo os principais clientes os fundos de pensão fechados.

IRF-M — Lançado em janeiro, o Índice de Renda Fixa de Mercado (IRF-M) — um indicador de eficiência de gestão nas carteiras de renda fixa, divulgado diariamente pela Bolsa de Mercadorias e de Futuros (BM&F) — tem tudo para dar certo, na avaliação do executivo.

A carteira do IRF-M é composta por títulos públicos federais prefixados (LTNs) com prazo médio de vencimento de seis meses. Mas para que possa pegar, terá de ser avaliado pelo investidor, mesmo porque nos últimos 20 anos o *benchmark* (referência) tem sido o CDI diário. "A questão é: se o CDI for maior que o IRF-M, o investidor vai querer o primeiro e, se for menor, vai optar pelo índice. Não há como fazer as duas coisas ao mesmo tempo. Isso significa que os gestores de fundos terão de separar os produtos e os clientes é que terão que diferenciar o *benchmark* que ele quer comparar, ou seja, saber qual é seu objetivo", lembra.

A queda nas taxas de juros força a reavaliação das carteiras de investimentos, segundo Carlos



Foto: Américo Vermelho

Maurício Bicalho
Presidente da UBS Asset Management no Brasil

Viana, administrador dos fundos de renda fixa e economista-chefe do BBA Capital Icatu Investimentos, empresa que administra patrimônio de R$7,2 bilhões em recursos de terceiros. Ele está certo de que 2001 vai ser um ano bom para a renda fixa, mas numa transição para taxas de juros mais baixas do que o mercado vinha trabalhando.

— Ainda tende a ser um ano bom, mas, na média, as aplicações prefixadas devem ser interessantes por causa da queda dos juros, mas tudo leva a crer que será com taxas mais baixas. Estamos trabalhando com a trajetória declinante dos juros a um nível próximo dos 13% no fim do ano.

Nesse cenário, os investidores vão começar a ajustar os portfólios nas carteiras.

— Quem continuar aplicado totalmente em produto indexado ao CDI chegará em determinado momento a perceber que o dinheiro estará rendendo menos.

Isso significa que aqueles investidores que estejam aplicados em fundos DI ou em aplicações do "cenário antigo", em que os juros chegavam à estratosfera, vão à procura de outras alternativas. Conclusão: o investidor tem que se antecipar e saber o que vai fazer com seu dinheiro. Carlos Viana considera natural num cenário de juros em queda a tendência para o alongamento do prazo das aplicações e, nesse caso, o CDI não chega a ser bom parâmetro para esse tipo de investimento porque é aplicação de um dia. "Em termos de rentabilidade, a maior parte do volume da indústria é atrelada às taxas de juros diária, mas quem dá a palavra final sempre é o aplicador."

Viana afirma que cabe às instituições criar aplicações alternativas ao CDI, mas essa migração depende do investidor. "Ao longo do ano, vamos ver a realocação dos portfólios para várias alternativas, como fundos de renda fixa de mais longo prazo, para renda variável ou fundos derivativos, ou seja, aplicações de maior risco, mas que possam dar retorno maior que o CDI", prevê. Ele acha que se o aplicador tiver apetite por risco e rentabilidade, certamente terá que mudar o portfólio. É o caso das ações que tendem a ter maior rentabilidade do que as aplicações em CDI.

O comportamento dos fundos de investimento em 2001 vai passar por dois tipos de negociação. O primeiro em direção aos fundos de ações (alavancados pela performance das bolsas de valores) para os investidores que gostam de risco, mas querem aumentar a alocação de recursos em direção à renda variável. Outro movimento é em direção aos fundos derivativos, quer dizer, para os que vão buscar retornos maiores em fundos que corram maior risco.

A expectativa é do diretor de gestão de recursos do Bank of America-Liberal Asset Management, José Alfredo da Justa. A instituição é o braço de administração de recursos de terceiros do Bank of America no Brasil e administra R$ 4,5 bilhões de recursos, sendo 50% para pessoas físicas e o restante para fundos de pensão e pessoas jurídicas. "Os investidores terão de aprender que o retorno maior se dá ao longo tempo. Os recursos de curto prazo estão na renda fixa", lembra.

O cenário da economia hoje está ajudando a indústria dos fundos. "A estabilidade será um bom sinal para as bolsas e renda variável. Hoje, as distorções estão acabando e passou a valer a pena investir na economia brasileira. As bolsas vão voltar a ser importantes na carteira de investimentos das pessoas físicas, desde que não haja algum problema de conjuntura externa", avalia Justa, ressaltando que o mercado já está antecipando que os fundamentos da economia brasileira estão bons e a melhor sinalização é a de que as bolsas subiram mais de 15% este ano, depois de um mau desempenho no ano passado, apesar de as empresas abertas terem tido bons resultados.

Os riscos, lembra, são muitos: ainda há a situação da Argentina e dúvidas de como vai se processar o desaquecimento da economia americana que, caso seja maior do que o esperado, certamente diminuiria os investimentos diretos dos Estados Unidos no mundo. Com isso, países emergentes como o Brasil sofreriam conseqüências, se bem que em menor escala que em 2000. "É que hoje existe uma situação de equilíbrio fiscal no país e, além disso, os investidores estrangeiros estão voltando e isso é um bom sinal para o Brasil", afirma.

Já o gestor de renda fixa do Banif-Primus Asset Management, Alexandre Magno Bittencourt, prevê que 2001 vai ser bem melhor para os fundos de investimentos e renda variável. Com a renda fixa vai tudo bem, facilitada pela queda dos juros porque muitos gestores alocaram uma percentagem do patrimônio dos fundos em prefixados e isto, por si só, já é um ganho. E um exemplo, segundo ele, é o comportamento do IRF-M, em que vários gestores de fundos obtiveram ganho num curto

período de tempo em cima das posições prefixadas de taxas de juros.

No segmento de renda variável, a expectativa também é a de boa rentabilidade porque 2001 será de crescimento da economia e as pessoas estão razoavelmente otimistas. "Os riscos ainda existem, mas o fundamento melhorou um pouco ou consolidou-se e isto deve se refletir nas cotações das empresas nas bolsas. Além do mais, a redução do risco do país deve aumentar o valor de mercado dessas empresas. Portanto, o segmento de renda variável deve oferecer ganho melhor do que no ano passado", ressaltou.

De acordo com o Relatório de Macroeconomia e Mercados com o tema Brasil: Perspectivas para 2001, recentemente divulgado pelo Banif Primus Asset Management, o cenário para o mercado de ações é realmente positivo para este ano. As perspectivas para o crescimento econômico devem impulsionar os setores de alimentos e varejo. A expansão da economia, segundo o relatório, trará reflexos no aumento do consumo de energia, além de beneficiar o setor de saneamento. Além disso, o movimento de consolidação do setor de telecomunicações deverá alavancar o crescimento de algumas empresas, o que vai se refletir na valorização de suas ações em bolsa. A expectativa da instituição é a de que o Ibovespa feche 2001 com valorização em torno de 30%.

Alexandre Magno Bittencourt prevê que, com as taxas de juros declinantes, a migração de carteiras certamente aconteça e que os investidores saiam do segmento de renda fixa para variável. "A tendência natural é essa. Os investidores vão perceber que o país vai crescer a taxas de 4% num determinado horizonte do tempo e, em alguns casos, deverão sair da renda fixa para fundos derivativos conservadores até chegar num estágio mais avançado, que é transferir parcela significativa para o segmento de renda variável, onde pode inclusive experimentar perda de capital", explicou. Mas essa perda é controlada. O executivo deixa claro que os gestores competentes no segmento de fundos derivativos têm o controle do risco, pois utilizam metodologias onde procuram minimizar a possibilidade de perda de capital, salvo alguns problemas mais graves e até com reflexos globais, como a crise da Ásia.

Ele lembra que, neste momento, está surgindo uma "janela" de oportunidades: em relação à Argentina espera-se que não surjam outras notícias ruins, a economia brasileira não está vivendo oscilações bruscas, houve redução do risco Brasil e os resultados fiscais estão consistentes.

Tudo isso levou o governo a reduzir os juros. E neste ambiente, considera que os fundos prefixados são mais ideais que os fundos de renda fixa DI (que seguem as taxas de juros interbancárias): "Se é verdade que os juros vão cair é melhor aplicar num fundo prefixado, ou seja, que não esteja atrelado ao DI, porque o investidor estará aplicado num fundo que vai dar uma taxa média de retorno maior. Se numa hipótese esse investidor estiver 'comprado' num título que rende 16% ao ano e a taxa média anual é 14,5%, se estivesse num fundo DI teria rendimento próximo aos 14,5%, essa é a vantagem", conta Bittencourt.

"Se é verdade que os juros vão cair é melhor aplicar num fundo prefixado"

Mesmo assim, o gestor de renda fixa do Banif Primus Asset Management acharia mais desejável que os juros reais caíssem para um dígito. "A taxa real ainda é alta, a expectativa ainda é de dois dígitos, em torno de 10% a 11% e isto é muito para um país que pretende trilhar o crescimento", diz.

Segundo o relatório da instituição, a previsão é a de que a taxa Selic continue caindo, devendo atingir a taxa neutra na metade de 2001, que não é considerada nem restritiva e nem expansionista. De acordo com estimativas do Banco Central, ela é equivalente a uma taxa real em torno de 8%. Ligado ao Banco Banif Primus, a empresa administra patrimônio de R$ 174 milhões (valores de dezembro de 2000) de recursos de terceiros.

O SONHO de uma reforma

A reforma tributária, em debate há seis anos, transformou-se na expectativa de um mero ajuste, com o objetivo de manter e, provavelmente, aumentar o nível atual das receitas. Desvaneceram-se, em conseqüência, as esperanças de redução da carga tributária, diminuição da multiplicidade de impostos, taxas e contribuições, fim da "guerra fiscal" entre os Estados e das incidências "em cascata" e desburocratização das obrigações fiscais. O sonho de uma reforma transformou-se num pesadelo, entravando o desenvolvimento econômico e a realização da justiça social.

A carga tributária atingiu o patamar recorde de 32,3% do PIB e deverá elevar-se ainda mais, porquanto: (a) os estados e municípios, para se ajustarem às normas da Lei de Responsabilidade na Gestão Fiscal, estão aumentando impostos e taxas, em lugar de cortar despesas; (b) a Receita Federal não reajusta, desde 1996, as tabelas de progressividade do imposto de renda das pessoas físicas, apesar da inflação acumulada de 35%; e (c) estão sendo criadas novas incidências compulsórias, com base numa figura instituída pela Junta Militar, na Emenda 1/69, a contribuição de intervenção no domínio econômico, que permite a montagem de um sistema tributário paralelo, sem similar no mundo civilizado. A primeira destina-se "a financiar o programa de estímulo à interação universidade-empresa para o apoio à inovação" (Lei 10.168, de 2000). Outra incidirá sobre a comercialização e importação de petróleo e seus derivados, gás natural e álcool carburante, em substituição à "parcela de preço específica", que, hoje, integra o preço desses produtos e, portanto, não tem caráter tributário. Uma terceira será a de "intervenção ambiental". Outras virão, pois a Constituição não fixa qualquer limitação à criatividade dos laboratórios oficiais. Afora isso, diversas taxas vêm sendo criadas para o custeio das novas e onerosas agências: de fiscalização (até R$48.268,80) para a Anatel; de fiscalização de serviços de energia elétrica para a Aneel; de saúde suplementar para a ANS; de fiscalização (até R$ 20.000,00) para a Agência de Vigilância Sanitária e emolumentos e "cobrança" pelo uso de água de corpos hídricos do domínio da União (até os banhos de mar poderão ser tributados) para a Agência de Águas.

Assim sendo, a carga tributária, que já pode ser tida, na essência, como inconstitucional (por não respeitar a capacidade econômica dos contribuintes e ter, em face das novas incidências, efeito confiscatório), desestimulará a atividade econômica, afugentará os investidores, incrementará o desemprego e reduzirá o mercado interno. Tal processo, se não for detido, poderá provocar instabilidades políticas e sociais. Afinal, os excessos fiscais estão na raiz do ocaso do



tributária

Cid Heraclito de Queiroz
ex-Procurador-Geral da Fazenda Nacional

feudalismo, da imposição da Magna Carta ao tirânico Rei John Lackland, da queda do absolutismo, da Revolução Francesa, da Independência dos Estados Unidos, da Inconfidência Mineira etc.

O texto inicial e as reações supervenientes

Na Proposta de Emenda Constitucional nº 175/95, relativa à "reforma", aperfeiçoada com base em estudos do IPEA e do BNDES e sugestões dos conceituados profs. José Roberto Afonso, Fernando Rezende e Ricardo Varsano, quatro inovações mereciam destaque: (a) substituição do IPI e do ICMS por um novo imposto sobre valor agregado (modelo europeu), incidente sobre a "transferência de bens móveis corpóreos e a prestação onerosa de serviços" (IVA), regulado em lei federal, com receita partilhada na rede bancária e fiscalização estadual; (b) criação de um imposto municipal de vendas a varejo e serviços (IVVS), do tipo "sales tax"; (c) substituição da Cofins, CSLL e contribuições ao PIS/Pasep e ao salário-educação por uma contribuição não-cumulativa, com fato gerador e base de cálculo a serem definidos em lei e que poderia ser cobrada como um adicional ao IVA; e (d) transformação da CPMF em fonte de recursos para a seguridade social.



Entretanto, os estados reagiram à perda da capacidade impositiva do ICMS e à regulação do novo imposto por lei federal e não confiaram no rateio automático da receita respectiva (na verdade, não se conformam com a perda do poder de fiscalizar e multar) e invocaram a tese de defesa da autonomia financeira (entretanto, Jean Anastopoulos, na melhor obra publicada sobre federalismo financeiro, demonstra que a centralização da competência tributária impositiva não é incompatível com o sistema federativo). Os municípios não se conformaram com a perda da capacidade impositiva ampla quanto ao ISS (apesar da guerrinha fiscal entre eles para atrair a sede de empresas prestadoras de serviços) e reagiram ao IVVS, sob a alegação de dificuldades para a fiscalização de todos os estabelecimentos comerciais, muito embora saibam exigir-lhes alvarás de licença para funcionamento e cobrar-lhes as mais variadas taxas. Também foram opostas restrições à manutenção da CPMF, bem assim à nova contribuição social, por falta de clareza quanto ao fato gerador, à base de cálculo e à não-cumulatividade.

O Substitutivo da Comissão Especial e a proposta da Comissão Tripartite

Sensíveis à força política dos governadores, os deputados Mussa Demes, Germano Rigotto e Antonio Kandir, respectivamente relator, presidente e vice-presidente da Comissão Especial da Câmara dos Deputados, introduziram modificações

à proposta inicial, sobretudo para manter a capacidade impositiva dos estados. Após longos debates, o Relator apresentou um Substitutivo, que, em novembro de 1999, foi aprovado pela Comissão e no qual o IVA cede lugar a um novo ICMS, não-cumulativo, regulado em lei federal, com alíquotas federais e estaduais uniformes, incidência federal nas operações interestaduais, receita compartilhada e fiscalização estadual suplementada pela federal, porém muito complexo (objeto de 53 preceitos constitucionais). O texto prevê o IVVS, cria uma contribuição social não-cumulativa, incidente sobre a receita das empresas, acrescenta às fontes de custeio da seguridade social uma parcela da receita estadual do ICMS, autoriza a criação de contribuição de intervenção ambiental, obriga a União a criar programas de renda mínima, sem, contudo, indicar a fonte de recursos para o respectivo custeio, e condiciona a transferência de encargos da União para os Estados à transferência de recursos (uma camisa-de-força).

Diante da forte reação do Ministério da Fazenda, foi organizada uma comissão tripartite, que, graças aos esforços do deputado Kandir, elaborou, em março de 2000, uma "emenda aglutinativa", que prevê um ICMS federal, com alíquotas seletivas e específicas, e um ICMS estadual, com alíquotas-padrão, reduzida, ampliada, especiais e seletivas e adoção do princípio de destino, ambos não-cumulativos, com os mesmos fatos geradores e bases de cálculo, porém bastante complexos (45 preceitos constitucionais e uma lei complementar de normas gerais). Essa proposta prevê o IVVS municipal, cria uma contribuição social, não-cumulativa, incidente sobre a receita, o faturamento e a importação de produtos e serviços do exterior e autoriza a criação de contribuições de intervenção ambiental (federal), segurança pública (estadual) e pavimentação e saneamento nas zonas urbanas (municipal).

A proposta do Ministério da Fazenda

No entanto, o Ministério da Fazenda também não concordou com a emenda aglutinativa e, em meados de 2000, apresentou proposta, substituindo o IPI por um imposto federal incidente sobre "bens e serviços" listados em lei complementar, não-cumulativo, certamente um imposto sobre a produção e não sobre a propriedade de bens (pelo *nomem juris*, a incidência seria ultra-abrangente), não incidente sobre "operações" relativas a energia elétrica, derivados do petróleo, combustíveis e minerais do País, serviços de telecomunicações e bens e serviços destinados ao exterior. A proposta transforma a CPMF em imposto permanente, compensável (se a lei autorizar) com outros impostos ou contribuições federais e mantém o ICMS, regulado em lei estadual, exigido onde ocorrer o fato gerador e sujeito ao princípio de destino. Para o custeio da seguridade social, mantém a Cofins, com exigência monofásica ou mediante regime simplificado, cabendo à lei complementar a fixação da base de cálculo, exclusão de receitas, dedução de despesas e aproveitamento de créditos. Destarte, prevê o IVVS, a contribuição do salário-educação, o programa de renda mínima, sem fonte de recursos, e as contribuições de intervenção ambiental e de segurança pública.

As conclusões, as soluções e a voracidade fiscal

A criação do IVA, na forma da melhor doutrina, eliminaria a guerra fiscal entre os Estados, simplificaria substancialmente o sistema, com a unificação legislativa e a receita partilhada na rede bancária, e aproximaria o nosso sistema aos da maioria de nossos parceiros comerciais. Somente esbarra na discordância dos governadores. As propostas de criação de dois ICMS's e de manutenção do ICMS e criação do imposto sobre bens e serviços ou do imposto seletivo não significam avanço algum. A nova contribuição social esbarra na falta de definição do fato gerador respectivo (que está implícito no *nomem juris* de cada imposto referido pela Constituição). Quanto ao efeito "cascata", a simples inclusão do qualificativo "não-cumulativa" não resolveria a questão, pois os contribuintes buscariam a proteção judicial para se creditarem das incidências anteriores. A proposta de transferência da solução do problema, para uma lei, importaria na manutenção da cumulatividade por um período provavelmente longo e ninguém confia nisso. A de listar, no próprio texto constitucional, todas as exclusões admissíveis na base de cálculo (base sobre base) é a mais correta, se bem que gere alguma discussão. A dificuldade reside, pois, na substituição das atuais contribuições, responsáveis pelo incremento da carga tributária, por uma outra que não tenha efeito cumulativo. Ao se referir aos percalços da reforma, o deputado Kandir observou que "o maior deles será encontrar uma fórmula para as contribuições sociais no novo sistema tributário" ("Folha de S.Paulo" de 20/1/00). Outra controvérsia gira em torno da CPMF, que a Receita Federal quer transformar em imposto permanente, invocando dois fortes argumentos: a incidência sobre a economia informal, as rendas sonegadas e até sobre o produto do crime e a utilidade na identificação dos sonegadores. Em oposição, são citados o efeito cumulativo, nocivo à economia, e o aumento do "custo Brasil", prejudicial às exportações. Para o ex-ministro Maílson da Nóbrega, "é muito provável que os custos superarão largamente os benefícios" ("O Estado de S.Paulo" de 22/10/2000).

De todos esses desencontros defluem duas nítidas conclusões, que os governantes e a classe política preferem não enxergar: 1ª) a carga tributária e a burocracia fiscal atingiram níveis insuportáveis, que noutras épocas e noutros países deram causa a revoluções populares e a golpes de estado; 2ª) a solução do problema está, a par do aperfeiçoamento do sistema tributário, no lado da despesa pública, que tem de ser drasticamente reduzida, para possibilitar a redução da carga tributária. É imperioso inverter a espiral fiscal em que o País se debate — aumento da despesa/aumento dos tributos/novo aumento da despesa/novos tributos e novos instrumentos de coação fiscal etc, etc. —, percorrendo caminho inverso: cortar despesas/reduzir os tributos/cortar mais despesas/extinguir tributos etc.

De qualquer forma, algum tipo de reforma tributária teria de ser concretizado, pelo menos para atender à expectativa da sociedade diante dos anúncios do governo, das promessas dos parlamentares e do farto noticiário dos meios de comunicação, sob pena de desmoralização geral. O melhor seria retomar-se a proposta de criação do IVA, com legislação federal e receita partilhada na rede bancária. Se, num retrocesso, a partilha for limitada aos Estados e Municípios, a União teria de ser compensada com a manutenção do IPI ou a criação do imposto seletivo, monofásico, sobre a produção e circulação de derivados do fumo e do petróleo, veículos automotores, bebidas e energia elétrica e serviços de telecomunicações. No contexto dessas negociações, a participação dos Estados e Municípios no produto da arrecadação do imposto de renda teria de ser reduzida, de modo a devolver a esse tributo o papel de principal instrumento da ação fiscal do governo federal. No que tange ao custeio da seguridade social, a melhor proposta — pela fantástica simplificação burocrática e redução de custos administrativos, tanto para os contribuintes, como para o Fisco — é a de um adicional sobre o IVA, com receita destacada na rede bancária. Caso essa solução exija uma alíquota muito elevada, restaria a alternativa de uma contribuição sobre a receita das empresas, do tipo base sobre base (receita global menos despesas taxativamente enumeradas). A CPMF poderia ser mantida, desde que admitida a compensação com o imposto de renda ou outros tributos federais, funcionando, assim, como antecipação do conjunto de tributos devidos pelas pessoas físicas e jurídicas, portanto sem o efeito "cascata". Todavia, seria necessário admitir-se uma faixa mensal de isenção, pois muitas pessoas naturais possuem conta bancária, mas não são contribuintes do imposto de renda. Soluções como essas dependem, é claro, dos cálculos e das simulações dos especialistas, com a estimativa das alíquotas adequadas a cada tributo.



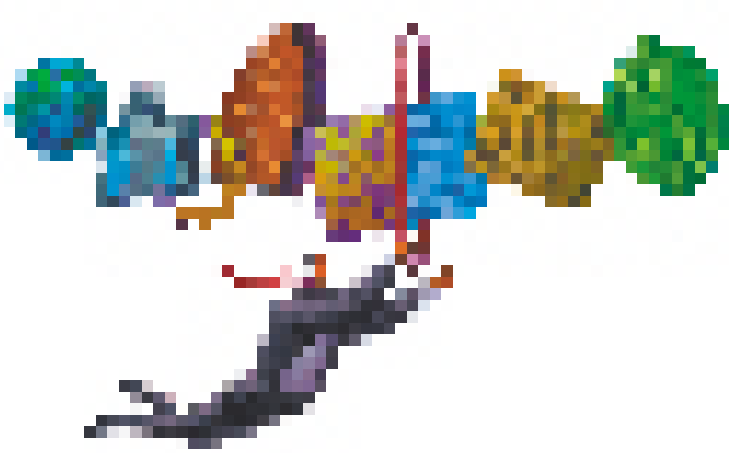
Foto: Américo Vermelho

Cid Heráclito Queiroz

Mediante amplo acordo político, teriam de ser excluídos da emenda todos os penduricalhos setoriais e regionais (imunidades, isenções etc.), bem assim as contribuições de intervenção ambiental e as taxas municipais extravagantes, inadmíssiveis em face da gravidade do quadro. O arcaico imposto de transmissão poderia ser extinto, pois os municípios já retiram a capacidade contributiva dos proprietários de imóveis via IPTU. Para dar seriedade ao ajuste, a autorização para criação de contribuições de intervenção no domínio econômico teria de ser revogada. Desse modo, as hipóteses de incidência dos impostos seriam apenas: (a) comércio exterior (exportação/importação); (b) renda; (c) circulação de mercadorias (IVA); (d) prestação de serviços (ISS); (e) propriedade de imóveis urbanos (IPTU) e rurais (ITR) e veículos automotores (IPVA); e (f) operações de crédito, câmbio e seguro ou relativas a títulos e valores mobiliários (IOF). O sistema seria complementado com taxas que revistam, efetivamente, as características prescritas no texto constitucional e nunca para atender à voracidade da "prefeitolândia" e das agências em moda. O ITR teria de ser mantido na esfera federal como instrumento de desestímulo aos latifúndios improdutivos e de estímulo à preservação do meio ambiente, com razoável limite de isenção para as propriedades produtivas, enquanto não forem dotadas de adequada infra-estrutura rural.

Ao que se noticia, nada disso será feito. O governo já obteve mediante leis — ainda que inconstitucionais — os instrumentos de força de que necessitava, para invadir a intimidade dos cidadãos e tornar ilícitos procedimentos autorizados pela lei. Bastar-lhe-ia, agora, a aprovação da PEC 277/2000, para excluir a incidência das contribuições sociais sobre as rendas derivadas das exportações e fazê-las incidir sobre as importações. Sem a força necessária para vencer as reações dos governadores, muito preso às propostas da Receita Federal e sem controlar, nessa matéria, as bases parlamentares, o governo parece estar renunciando ao propósito de reorganizar efetivamente o sistema tributário, para se apegar a regras que lhe assegurem a manutenção dos atuais montantes da receita. "Fica a constatação — observa o ex-ministro Ernane Galvêas — de que estamos tratando de uma meia reforma; em verdade, nada mais que um remendo aplicado ao defeituoso e ineficiente sistema tributário nacional" ("Jornal do Brasil" de 29/10/99). Com efeito, a pretendida reforma deu lugar a um mero ajuste e a reorganização do sistema cedeu vez à voracidade fiscal.

Ora, o êxito de uma reforma tributária, ainda que limitada pela imensa gama de interesses em que interfere, exige do governo federal um imenso, intenso e perseverante esforço, para conquistar a compreensão dos parlamentares, governadores e prefeitos e o apoio da sociedade e dos meios de comunicação. A noção da prevalência do interesse nacional sobre os interesses regionais ou setoriais, como condição da própria sobrevivência do federalismo brasileiro, terá de alcançar a sensibilidade de toda a Nação.



Qual o momento certo de Investir na Empresa?

Luiz Eduardo Teixeira Brandão
Professor da Escola de Pós-Graduação de Economia da Fundação Getulio Vargas (EPGE/FGV)

Regra clássica: a decisão de investimento na empresa em ambiente de incerteza diz que o gerente deve investir sempre que os benefícios esperados do projeto sejam maiores do que os custos envolvidos na sua implantação. Esses custos e benefícios futuros devem ser expressos em termos de caixa e a preços correntes, isto é, devem ser descontados da data em que efetivamente irão ocorrer até a data de hoje, mediante uma taxa que reflita o custo de capital da empresa e o risco do empreendimento.

Essa regra, conhecida como método do Fluxo de Caixa Descontado (FCD) ou método do Valor Presente Líquido (VPL), tem sido a base teórica das decisões de investimento dos últimos 50 anos. A norma é ensinada no meio acadêmico, largamente utilizada nas empresas e se baseia em algumas premissas implícitas. Uma delas: o investimento no projeto é reversível, o custo poderá ser recuperado no futuro caso a empresa desista do projeto devido a condições de mercado desfavoráveis. Outra regra mostra que se o investimento for irreversível, a oportunidade de investimento é inadiável: ou se realiza o projeto agora ou nunca será realizado.

O problema é que essas duas premissas têm um efeito importante na decisão de investimento, mas raramente se verificam na prática. A maioria dos investimentos em projetos é parcial ou totalmente irreversível — se o projeto der errado não há como recuperar os investimentos já realizados, por exemplo, em tecnologia, equipamentos, *marketing*, mão-de-obra. Para muitos projetos há outras saídas, como adiar o investimento para uma data futura, quando as condições estiverem mais propícias, como o aproveitamento de um terreno urbano para a construção de um prédio de apartamentos, ou a exploração de um campo de petróleo.

As empresas que podem investir em projetos têm uma opção semelhante à opção de compra de um investidor do mercado financeiro. Suponha que este investidor adquira uma opção de compra de uma ação da Petrobras. Durante a vigência da opção, ele tem o direito, mas não a obrigação, de comprar aquela ação por um preço preestabelecido. O mesmo ocorre com a empresa: ao criar a oportunidade de investimento, seja pela criação de um novo produto, serviço ou negócio, a companhia adquire uma opção de investir e realizar esse projeto.

Da prática do mercado e da teoria de Fisher Black e Myron Scholes (anos 70) sobre opções financeiras sabemos que existe valor numa opção de compra e que este valor deriva do fato de que os possíveis ganhos com uma opção não são simétricos: se o futuro for favorável, o resultado será positivo, e se for desfavorável, na pior das hipóteses o resultado será zero, pois a opção não será exercida.

Se existe a opção de comprar uma ação por R$20,00 e o preço dessa ação subir para R$25,00, você certamente irá exercer a sua opção de compra,

embolsando a diferença. Se o preço ficar abaixo de R$20,00, você deixará a opção expirar sem ser exercida, e neste caso não terá ganho algum. É como possuir um bilhete de loteria: pode valer algo se for premiado, zero se não for, mas não há hipótese de você perder dinheiro. Por isso os bilhetes de loteria, assim como opções financeiras, não são distribuídos gratuitamente. As pessoas desembolsam dinheiro para comprá-los, pois têm valor.

Ao exercer a sua opção de investir no projeto, a empresa perde essa opção, abrindo mão de esperar por novas informações que poderiam afetar de alguma forma a sua decisão de investimento. Dessa forma, além do custo do investimento em si, deve-se adicionar o custo de oportunidade desta opção que se perdeu. Isso significa que, quando existe a flexibilidade de se adiar o projeto (ou outras flexibilidades), a regra do VPL que afirma que se deve investir sempre que o benefício for maior do que o custo do investimento está errada, pois é preciso somar a esse custo o valor da opção.

Pesquisas recentes têm demonstrado que esse valor de opção pode ser grande e que os métodos que ignoram esses valores podem estar incorrendo em graves erros. Suponha um projeto que exige um investimento de R$ 100 milhões e que pode ser realizado agora ou numa data futura. O Valor Presente dos benefícios do projeto somam R$100,001 milhões, o que faz com que o VPL desse projeto seja de R$1 mil. Pelo critério do VPL, o resultado líquido é positivo e, portanto, o investimento deve ser realizado. No entanto, gerentes experientes ficam intrigados com a idéia de se investir R$100 milhões para ganhar apenas R$1.000, e provavelmente não recomendariam este investimento, mesmo que a teoria clássica indique que esse é o caminho ideal.

O motivo é que os gerentes percebem intuitivamente que a opção de adiar o projeto tem valor. Nesse caso, o custo real do projeto são os R$100 milhões de investimento mais o custo de oportunidade de opção de adiar. Nesse caso, R$1.000 não seriam suficientes para justificar o investimento e os gerentes estariam corretos em não concordar com o projeto.

Uma opção de adiar o investimento em um projeto é análoga a uma opção financeira. Como um projeto é um ativo real, essas opções sobre ativos reais são chamadas de opções reais. Opções reais estão presentes nas empresas como a habilidade e flexibilidade gerencial de agir e reagir à evolução dos acontecimentos do mercado ao longo do tempo. Um dos aspectos importantes é identificar as opções existentes nas oportunidades de investimento da empresa. As opções reais podem ser classificadas em algumas categorias básicas como a opção de adiar, opção de alterar a escala de produção, opção de substituição, opção de abandono e opção de crescimento.

Num mercado cada vez mais volátil e imprevisível, o valor das opções de flexibilidade de um projeto se torna preponderante e não pode mais ser ignorado

A opção de adiar é valiosa no setor de extração de recursos naturais, como petróleo e mineração. Uma empresa que detém uma concessão pode decidir esperar por melhores preços de mercado antes de iniciar um projeto de extração ou exploração. A opção de alterar a escala de operação visa adequar a produção para aproveitar variações na demanda do mercado, como reduzir o ritmo de extração mineral ou adicionar um terceiro turno na fábrica.

Essa opção pode incluir também a flexibilidade de suspender temporariamente as operações e retomá-las posteriormente. A opção de abandono é importante em indústrias intensivas em capital quando a empresa ainda espera obter algum valor na revenda de seus ativos. A opção de substituir engloba a flexibilidade de alterar o mix de produtos ou de se substituir insumos.

A opção de crescimento é muito utilizada na indústria farmacêutica em seus projetos de pesquisa e desenvolvimento, onde o custo de uma nova droga, desde a fase de pesquisa até a sua comercialização, é de centenas de milhões de dólares. Para uma empresa que possui centenas de projetos de novas drogas, como escolher em que projetos investir?

Os métodos clássicos não fornecem uma resposta adequada, pois dado o alto grau de incerteza, baixa probabilidade de sucesso e alto investimento necessário para a sua realização, o VPL de cada um destes projetos seria negativo, e a empresa nunca investiria em novas drogas. A análise por opções reais recomenda que se invista inicialmente pequenas quantias em cada projeto, e à medida que novas informações a respeito da eficácia da nova droga forem sendo comprovadas, decidir se continua ou não com o projeto. Dessa forma a maioria dos projetos vai sendo abandonada no meio do percurso e apenas os produtos mais promissores continuam recebendo verbas suplementares.

Podemos ver então que o uso dessas técnicas recentes de avaliação por Opções Reais trouxe uma nova luz sobre a arte de valoração de ativos e acena com a solução para alguns problemas até hoje não resolvidos. Elas podem ajudar a empresa a transformar um mercado em constantes mudanças em uma ferramenta estratégica, auxiliando na avaliação da conveniência de um novo investimento e, principalmente, orientando-a sobre o momento ótimo de investir.

Num mercado cada vez mais volátil e imprevisível, o valor das opções de flexibilidade de um projeto se torna preponderante e não pode mais ser ignorado. Por outro lado, a aplicação dessa metodologia a situações reais envolve uma modelagem matemática complexa, o que tem limitado bastante sua disseminação no meio empresarial, sendo atualmente limitada às grandes empresas.

Sondagem Conjuntural *da* Indústria *de* Transformação

Salomão L. Quadros da Silva
*Coordenador do IBRE/CEAE e Equipe**

Demanda

A demanda de produtos industriais retorna, em janeiro de 2001, ao mesmo nível de janeiro de 1997, após três conturbados anos. O saldo das respostas, isto é, a diferença entre a proporção de empresas com demanda forte e as que a percebem como fraca, neste primeiro mês de 2001, é de cinco pontos percentuais negativos, com parcelas de 11% e 16%, respectivamente. Embora negativo, o que é normal para um mês de janeiro — nas últimas duas décadas, o saldo das respostas, nesta época do ano, ficou abaixo de zero dezoito vezes —, o resultado indica que a quebra de ritmo na expansão da demanda, detectada pela Sondagem de outubro de 2000, não chegou a configurar mudança de tendência.

Os números da demanda e outros indicadores da Sondagem, como se verá, indicam que há espaço e disposição das empresas para elevar o nível de atividade nos próximos meses. Esta trajetória, todavia, não repetirá o andamento acelerado que a caracterizou até o terceiro trimestre de 2000. Também parece claro, passados três meses, que a reversão para pior das expectativas empresariais, espelhada nos resultados de outubro, se mostrou excessivamente severa. Vale a pena recapitular o comportamento recente da demanda, conforme captado pela Sondagem.

Nos meses de abril e julho de 2000, os saldos das respostas relativas ao nível da demanda situaram-se 17 pontos percentuais acima dos saldos referentes a iguais meses de 1999. Em outubro de 2000, o saldo apresentou um surpreendente recuo e ficou apenas cinco pontos de percentagem adiante do valor registrado em outubro de 1999. Na ocasião, o relatório da Sondagem alertava para o fato de que a inflexão, por si só, não era evidência suficiente de mudança de tendência na trajetória de fortalecimento da demanda, observada por seis trimestres consecutivos. Agora, em janeiro de 2001, o saldo de cinco pontos percentuais negativos é seis pontos mais alto que o de janeiro de 2000, desfazendo as suspeitas de desaquecimento, trazidas pelos números de outubro. Se a indústria estivesse reduzindo a velocidade da forma como os dados de outubro sinalizaram, a diferença entre os saldos de janeiro de 2000 e de 2001 seria, certamente, menor.

No mercado interno, que responde por 83% das vendas industriais, a contração sazonal de janeiro é mais marcada que no mercado externo. Assim, não é de admirar que o saldo das respostas referentes à demanda interna tenha diminuído de sete pontos percentuais positivos, em outubro de 2000, para cinco negativos. Causa mais espanto o aumento do saldo das respostas relativas à demanda externa que, no mesmo intervalo, passou de seis para apenas um ponto negativo.

Com vistas ao trimestre janeiro-março, as expectativas, de certo modo, refletem o quadro atual, mostrando-se mais expansivas com relação ao mercado externo. Para 32% dos industriais consultados, as vendas domésticas deverão superar as efetuadas entre outubro e dezembro, enquanto idênticos 32% esperam o oposto. Em relação ao mercado externo, 32% projetam maio-

res vendas e 17% prevêem redução. Consolidando-se os dois mercados, há 32% de previsões de aumento de vendas e 30% de diminuição.

Produção e Estoques

As previsões relativas à produção industrial no trimestre janeiro-março assemelham-se às feitas acerca da demanda: 36% das empresas devem aumentar a produção, enquanto 32% informam que pretendem produzir menos. O saldo das respostas, de quatro pontos percentuais, é dez pontos superior ao de janeiro de 2000. É também o melhor resultado para um mês de janeiro, desde 1997.

Parte do acréscimo previsto para a produção pode estar associada a um movimento de recomposição de estoques. Entre outubro de 2000 e janeiro de 2001, 19% das empresas consultadas elevaram seus estoques, enquanto 27% os reduziram. Este movimento de desestocagem, mais intenso que nos últimos oito trimestres, deixou as indústrias em posição menos folgada do que há três meses. No momento, os estoques são considerados excessivos por 8% das empresas entrevistadas e insuficientes por 4%. O saldo das respostas, de quatro pontos percentuais negativos, embora não seja motivo de preocupação, representa a situação menos folgada, em termos de estoques, desde abril de 1995.

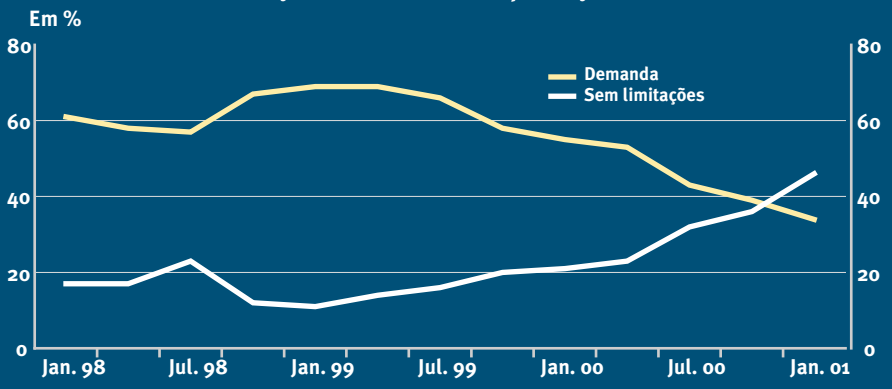
Continua a crescer o percentual de empresas que vêm expandindo a produção sem sofrer limitações, seja de demanda, seja de oferta. Em janeiro, 47% delas informam que estão podendo expandir livremente a produção. Esse percentual é o maior em mais de 20 anos. Diminui também, uma vez mais, a proporção de empresas que têm na insuficiência de demanda o principal fator limitativo aos avanços da produção. No momento, 34% das empresas entrevistadas consideram-se nesta posição. Em abril de 1999, quando a recuperação da atividade industrial ainda se encontrava em estado embrionário, a proporção havia atingido 69%.

Cabe registrar que é um fato incomum haver mais empresas expandindo livremente a produção do que empresas limitadas pela demanda. Isso ocorreu pela última vez em janeiro de 1987, época em que o Plano Cruzado já se achava em sua fase terminal mas ainda exercia influência positiva sobre o nível de atividade da indústria. Outro ponto que vale a pena salientar é a redução de 7% para 5% da proporção de empresas que apontam como principal dificuldade para o aumento da produção a escassez de matérias-primas e componentes.

Esse quadro não deve se modificar a curto prazo. Para o trimestre janeiro-março, 30% das empresas consultadas pretendem aumentar as compras destes itens no mercado interno, enquanto 21% programam menor volume de aquisições. O saldo das respostas, de nove pontos percentuais, não é especialmente elevado, mostrando que continua afastada a hipótese de pressão generalizada de custos, oriunda de crises de fornecimento de insumos.

Intenções semelhantes são manifestadas pelos empresários com relação ao mercado externo. As importações de matérias-primas e componentes devem ser maiores para 28% das empresas industriais e menores na avaliação de 18%. Esta semelhança, todavia, pode se diluir nos próximos meses. A razão é a diferença no comportamento dos preços domésticos e externos, esperada pelos empresários. Enquanto no mercado interno as expectativas de aumentos de preços de matérias-primas e componentes superam as previsões de redução por 36 pontos percentuais, em relação ao mercado externo, o saldo das respostas é de 25 pontos. Isto quer dizer que, na visão dos empresários da indústria, importar tende a ficar mais barato do que comprar no mercado interno.

Limitações ao aumento da produção



Fonte: FGV.
Nota: Percentagem de empresas

Utilização da Capacidade

O nível de utilização da capacidade instalada alcançou, em janeiro, a marca de 82%. Em outubro, o grau médio de ocupação estava em 84,1%. Descontado o efeito da sazonalidade, as taxas se tornam 83,3% e 82,9%, respectivamente, confirmando o incremento da atividade industrial, de outubro para cá, e indicando que o acréscimo, por ser de pequena amplitude, preserva uma razoável margem de capacidade instalada, para fazer frente, de maneira confortável, a possíveis expansões futuras da produção industrial. Em relação a janeiro de 2000, a utilização da capacidade elevou-se 0,7 ponto percentual. Numa comparação com outros meses de janeiro dos últimos 20 anos, a atual percentagem é inferior apenas às registradas em 1995 e 1987, períodos que se seguiram a planos de estabilização, o que sempre contribui para acelerar a atividade econômica.

O recuo nominal do nível de utilização da capacidade de 2,1 pontos percentuais, de outubro de 2000 a janeiro de 2001, também encurtou a distância entre o setor mais ocupado, que continua a ser o de bens intermediários, agora com 86,2% de ocupação, e o

que apresenta o menor nível de utilização, posto novamente preenchido pelo setor de bens de consumo, com 77,1%. A principal novidade é o aumento da utilização da capacidade entre os materiais de construção, que ganharam 1,7 ponto percentual, alcançando em janeiro a marca de 83,9%. Por fim, o setor de bens de capital experimentou uma redução, ao que tudo indica, de caráter sazonal, de 1,6 ponto percentual, e opera no momento a 81,3% de sua capacidade instalada.

Nível de Emprego

As previsões acerca do nível de emprego para o trimestre janeiro-março são as mais promissoras, para esta época do ano, desde 1990. No momento, 17% das empresas sondadas pela FGV pretendem ampliar o quadro de pessoal, ao mesmo tempo em que 21% revelam intenções opostas. O saldo das respostas, de quatro pontos percentuais negativos, excede em 13 pontos o resultado referente a janeiro de 2000. Mesmo que ao final do trimestre o saldo negativo se verifique, isto é, haja mais empresas reduzindo do que aumentando o nível de emprego, provavelmente o saldo observado será mais próximo de zero do que o previsto. O conservadorismo das previsões relacionadas ao emprego tem sido uma constante entre os industriais, desde abril de 1999.

Depois de três trimestres consecutivos de elevação do nível de emprego, o aumento da demanda por trabalho começa a produzir efeitos sobre os custos da mão-de-obra. Para 35% das empresas, os custos da mão-de-obra devem subir no trimestre janeiro-março de 2001, comparativamente a outubro-dezembro de 2000, enquanto, de acordo com a percepção de 10% delas, os custos cairão. O saldo das respostas é de 25 pontos, inferior em nove pontos ao saldo das respostas acerca das previsões de preços de matérias-primas e componentes no mercado interno.

Preços

As intenções de aumentos de preços por parte do setor industrial caem pelo terceiro trimestre consecutivo. No momento, 20% dos industriais entrevistados declaram o propósito de, no trimestre janeiro-março, cobrar mais caro pelos produtos que fabricam. Este é o menor percentual registrado pela Sondagem desde abril de 1999, quando as repercussões inflacionárias da desvalorização cambial, ocorrida em janeiro daquele ano, se manifestavam em sua plenitude.

Entre os quatro grandes setores, o percentual de intenções de aumentos de preços cresceu em dois deles, bens de consumo e material para construção. Esses dois segmentos são os que projetam menores incidências de aumentos de custos de mão-de-obra, sugerindo que, ao menos a curto prazo, salários e preços não caminham lado a lado.

Situação dos Negócios

As avaliações sobre o presente e o futuro dos negócios estão mais positivas em janeiro de 2001 do que estiveram em outubro de 2000. No momento, 26% dos empresários industriais ouvidos pela FGV consideram boa a situação dos negócios enquanto 7% preferem qualificá-la como fraca. O saldo das respostas, de 19 pontos de percentagem, supera os 14 pontos assinalados em outubro e reverte o momentâneo declínio da confiança empresarial, manifestado há três meses.

Com relação ao horizonte de seis meses, as expectativas também foram reformuladas favoravelmente. Em outubro de 2000, 55% das empresas consultadas esperavam melhores negócios no semestre subseqüente e 8% tinham expectativas de piora. O saldo das respostas, de 47 pontos de percentagem, embora não fosse mau, ficou aquém dos registrados nos três trimestres anteriores. Agora em janeiro, 60% prevêem melhor situação e 4% pensam de maneira inversa. O saldo subiu para 56 pontos, abaixo ainda dos grandiloqüentes 61 pontos de julho, recorde de difícil superação, mas idêntico ao captado pela Sondagem de abril de 2000.

*Jorge Ferreira Braga, Leda Maria Costa Viana, Selma Solano Azevedo, Jocicle Pereira Sombra, Teresinha F. Freitas

Nota Técnica

A SONDAGEM CONJUNTURAL DA INDÚSTRIA DE TRANSFORMAÇÃO é um levantamento estatístico de natureza qualitativa. Fornece, trimestralmente, indicações sobre o estado geral da economia e suas tendências. Pode, desse modo, orientar decisões empresariais e de política econômica.

A Sondagem divulga três tipos de resultados: previsões para o trimestre que se inicia no mês da pesquisa (janeiro, abril, julho e outubro); observações sobre o trimestre imediatamente anterior ao que se inicia no mês da pesquisa e avaliações relativas ao momento da pesquisa. A exceção é o item relativo à situação esperada dos negócios, que tem horizonte de seis meses e cuja base de comparação é o mesmo período do ano anterior.

As previsões e observações são feitas de modo comparativo (maior/melhor, menor/pior ou igual). As avaliações, por sua vez, referem-se ao nível absoluto da variável. Os estoques, por exemplo, podem ser qualificados como excessivos, normais ou insuficientes. O nível de utilização da capacidade instalada é o único item quantificado.

A pesquisa faz perguntas sobre a empresa e sobre os seus produtos. Itens como nível de emprego e utilização da capacidade dizem respeito à empresa. Variáveis como demanda, produção, estoques e preços são informadas por produto. As respostas são ponderadas pelo faturamento. Apenas as questões relativas ao nível de emprego têm como peso o pessoal ocupado.

A 138ª Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação foi realizada durante o mês de janeiro de 2001 e teve a seguinte composição estatística:

Número de empresas informantes: 1.252
Vendas (milhões)[1]: R$194.204
Exportações/vendas[1]: 17%
Pessoal ocupado[1]: 921.807

[1]Valores referentes a 1999

Banco de Dados

Nível da demanda

	Global			Interna			Externa		
Data	Forte	Fraco	Saldo	Forte	Fraco	Saldo	Forte	Fraco	Saldo
Jan. 00	9	20	-11	8	21	-13	14	15	-1
Abr. 00	14	12	2	13	12	1	20	14	6
Jul. 00	17	10	7	17	8	9	18	12	6
Out. 00	17	13	4	18	11	7	13	19	-6
Jan. 01	11	16	-5	11	16	-5	11	12	-1

Percentagem de empresas.

Previsões

	Demanda			Produção			Emprego		
Data	Aumento	Diminuição	Saldo	Aumento	Diminuição	Saldo	Aumento	Diminuição	Saldo
Jan.-mar. 00	28	29	-1	26	32	-6	10	27	-17
Abr.-jun. 00	46	10	36	51	10	41	20	13	7
Jul.-set. 00	51	8	43	51	11	40	24	11	13
Out.-dez. 00	41	19	22	40	19	21	25	12	13
Jan.-mar. 01	32	30	2	35	32	3	17	21	-4

Percentagem de empresas.

	Nível de utilização da capacidade (%)					Situação dos Negócios		
	2000				2001	Posição em 6 meses		
	Jan.	Abr.	Jul.	Out.	Jan.	Melhor	Pior	Saldo
Indústria de transformação	81,3	83,1	82,8	84,1	82,0	60	4	56
Bens de consumo	74,5	77,2	77,1	77,2	77,1	65	2	63
Bens de capital	74,5	79,5	82,9	82,9	81,3	66	1	65
Material de construção	78,7	81,6	82,9	83,9	85,6	71	0	71
Bens intermediários	84,8	87,1	86,3	87,5	86,2	52	8	44
Produtos de minerais não-metálicos	80,1	83,2	84,8	84,8	84,9	65	0	65
Metalurgia	86,5	89,1	85,2	88,3	87,1	61	7	54
Mecânica	77,7	77,5	72,7	80,5	75,5	66	1	65
Material elétrico e de comunicações	74,9	78,1	80,1	83,1	80,2	79	0	79
Material de transporte	71,0	80,4	80,1	76,1	77,4	65	1	64
Madeira	79,7	86,0	90,0	84,2	91,9	67	6	61
Mobiliário	81,7	78,3	78,1	80,2	82,5	63	2	61
Celulose, papel e papelão	90,9	93,0	92,9	93,5	93,4	61	3	58
Borracha	91,1	90,6	91,1	90,8	94,4	35	30	5
Couros e peles	84,8	89,5	75,9	82,7	75,9	35	15	20
Química	84,3	84,8	85,5	86,7	85,9	49	6	43
Produtos farmacêuticos e veterinários	72,1	81,2	79,0	69,5	64,4	24	26	-2
Perfumaria, sabões, detergentes e velas	80,1	71,5	83,4	84,1	79,7	96	0	96
Produtos de matérias plásticas	80,9	81,5	82,5	82,9	79,5	45	0	45
Têxtil	88,6	88,3	89,3	88,4	90,6	78	5	73
Vestuário, calçados e artefatos de tecidos	84,3	85,4	88,4	88,3	84,0	76	0	76
Produtos alimentares	80,5	81,7	81,8	83,9	82,1	66	3	63
Bebidas	63,5	57,2	55,0	53,7	73,7	64	0	64
Fumo	75,8	77,4	77,4	49,8	52,2	0	0	0
Editorial e gráfica	69,1	78,9	78,3	83,8	71,3	21	17	4
Diversas	82,8	80,5	83,5	86,8	84,5	23	0	23

Fonte: FGV.

Equívocos & perigos da

Política Social



ENTREVISTA DE RICARDO PAES DE BARROS A TATIANA DEANE E RUI PIZARRO

O Brasil tem pobres, mas não é um país pobre. A riqueza é que é mal distribuída. Se essa distribuição fosse igual à de um típico país em desenvolvimento, metade da pobreza estaria resolvida. A constatação é do economista Ricardo Paes de Barros, diretor de Estudos Sociais do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea) e considerado um dos maiores especialistas do mundo em política social, segundo o atual Prêmio Nobel de Economia, James Heckman, orientador de Paes de Barros na Universidade de Chicago.

Para Paes de Barros o Brasil tem uma das políticas sociais mais ricas do planeta, porém cheia de equívocos e ninguém, por falta de avaliação, sabe qual delas realmente funciona e qual seria a ideal. Uma coisa é certa: se a desigualdade de renda aqui fosse a de um país em desenvolvimento, haveria 10 pontos percentuais a menos de pobreza.

PhD. em Economia pela Universidade de Chicago e mestre em Estatística pelo Instituto de Matemática Pura e Aplicada (Impa), Ricardo Paes de Barros recebeu,



Foto: Guarim de Lorena

Ricardo Paes de Barros

em dezembro do ano passado, o Prêmio Mario Henrique Simonsen, da FGV, pelo artigo *The Public Wage Gap in Brazil*, que analisa o desnível do salário do setor público em relação ao salário do setor privado.

Pobreza e desigualdade

Hoje no Brasil, 1/3 da população não tem renda suficiente para satisfazer suas necessidades básicas, sendo que cerca da metade (17%) não tem renda suficiente para comprar alimentos e satisfazer suas necessidades nutricionais. Será que isso é pouco ou muito? Qual seria a pobreza do Brasil se tivesse o grau de desigualdade típico de um país com a mesma renda *per capita* brasileira? Se o Brasil tivesse uma desigualdade de renda típica de um país em desenvolvimento nós teríamos 10 pontos percentuais a menos de pobreza.

Se os países forem ordenados pela renda *per capita*, o Brasil certamente estará entre o 1/3 dos países mais ricos do mundo. Como então pode o país ter tantos pobres? A razão é simples: o Brasil tem um nível de desigualdade enorme. Ao mesmo tempo em que está entre o 1/3 dos mais ricos, está entre os dois ou três países do mundo com mais alto grau de desigualdade. Então, o que caracteriza o Brasil? É um país relativamente rico, muito desigual e, portanto, com um grau de pobreza muito alto para um país com a renda *per capita* brasileira. Outro país com a renda *per capita* brasileira tem muito menos desigualdade e muito menos pobres do que aqui. O Brasil tem muita desigualdade e, portanto, muitos pobres.

Como reduzir a pobreza

Há duas maneiras de se reduzir a pobreza: crescer ou redistribuir renda. Ninguém pode dizer com segurança que a melhor maneira de combater a pobreza no Brasil é via crescimento ou pela redistribuição de renda. Mas alguns números deixam claro que a redistribuição de renda não está sendo corretamente utilizada. Um exemplo: imagine que um governo diga que vai aumentar a renda *per capita* em 3% ao ano durante 10 anos. Esse país conseguirá, depois de 10 anos, reduzir a pobreza em 10 pontos percentuais. Agora, suponha que um governo opte apenas por redistribuir renda de maneira que daqui a 10 anos se chegará à desigualdade da Colômbia — que não é nenhuma maravilha. Ao final de 10 anos, a pobreza terá sido reduzida em 10 pontos percentuais da mesma forma.

Ou seja, o impacto do crescimento da renda *per capita* de 3% ao ano, durante 10 anos (ou de 4,5% do PIB), sobre a pobreza, é o mesmo que eliminar o diferencial de desigualdade entre Brasil e Colômbia. Para alguém dizer que é mais fácil combater a pobreza via crescimento, terá de dizer que é mais fácil aumentar a renda *per capita* em 3% ao ano durante 10 anos que chegar ao mesmo grau de desigualdade da Colômbia!

Crescimento

O Brasil, definitivamente, está apostando no caminho do crescimento. As estatísticas mostram que nos últimos 25 anos toda a redução da pobreza foi obtida via crescimento. Independentemente de governo, implicitamente ou explicitamente, foi essa a via escolhida. Será que a via do crescimento pode resolver o problema da pobreza? Será que se pode deixar de lado a questão da desigualdade? O que foi mostrado é que a desigualdade tem um impacto enorme. Se não for utilizada essa via, não será resolvido o problema da pobreza.

A conta é simples: 17% da população é indigente (renda *per capita* menor que R$60), com renda *per capita* média de R$30. Essas pessoas precisariam ter uma renda *per capita* de R$120 para deixar de ser indigentes. Para sair de R$30 para R$120, a renda *per capita* teria de ser quadruplicada. É possível quadruplicar a renda de alguém e tirá-la da pobreza com crescimento de 3% ao ano, mas essas pessoas ainda passariam fome por quase 50 anos.

Má distribuição de renda

Nos últimos 25 anos, a renda *per capita* da população indigente passou de R$15 para R$30, o que é muito pouco. A queda da pobreza, a partir da implantação do Plano Real, foi muito acentuada. Se essa redução acontecesse todo ano seria uma maravilha mas, na realidade, o que se verifica é que, de 1995 até agora, a pobreza é a mesma.

O Brasil não é um país pobre. Tem muitos pobres porque distribui muito mal o que tem. Se distribuísse como um país em desenvolvimento, metade da pobreza do Brasil estaria resolvida.

Nós temos usado o caminho da desigualdade nos últimos 25 anos? Não. Apenas o crescimento resolverá o problema dos pobres? Pode resolver, mas levará 50 anos. Se podemos deixar milhões de pessoas passando fome por 50 anos...

Causas da desigualdade

De onde vem a desigualdade e como combatê-la? A desigualdade existe porque algumas famílias têm enorme capacidade de gerar renda e outras não. Por que o pobre brasileiro tem pouca capacidade de gerar renda? Porque ele tem poucos ativos. No fundo, a renda é a remuneração dos fatores de produção. Se não existem fatores de produção, não existe renda. O que falta para o pobre brasileiro? Se ele é trabalhador urbano, falta educação. Nosso nível educacional é igual ao dos países mais pobres da América Latina. A educação média brasileira é igual à de Honduras e da Nicarágua, países que têm 1/3 da nossa renda *per capita*. Para quem trabalha por conta própria, o pequeno empreendedor urbano, falta crédito. Para o trabalhador rural falta educação e terra.

Então, o que seria uma política de combate à pobreza? Seria uma política para dotar os pobres de fatores produtivos: o trabalhador urbano de educação, o conta-própria urbano de crédito e o trabalhador rural de educação e de terra. Nisso, a política social brasileira tem nota 10. Temos uma política educacional arrojada, que ao que tudo indica tem tido resultados. Temos uma política de reforma agrária arrojada – na verdade, o único problema é que é cara, mas poucos países no mundo fizeram a reforma agrária da maneira que o Brasil vem fazendo; e temos programas de crédito enormes (Pronaf, Proger e outros) — o que tem de ser discutido é em que medida eles funcionam.

Políticas sociais

Existe uma variedade imensa de políticas sociais no Brasil. Na área de educação, de saúde, de reforma agrária e de crédito quase tudo já foi ou está sendo feito. Municípios, estados e governo federal estão tentando tudo. Em diversidade o Brasil talvez possua uma das política sociais mais ricas do mundo. Mas, se for perguntado o que realmente funciona, a resposta é: não sabemos. Não temos um sistema de avaliação implantado. Estamos tentando milhões de coisas mas não estamos sendo cuidadosos o suficiente para montar um sistema que permita que cada uma dessas coisas seja avaliada de tal maneira que daqui a cinco anos paremos de tentar tudo, porque já iremos saber que A, B e C não funcionam e C, D e E sim.

Então qual é o problema central do Brasil? Como pode o país estar gastando R$100 bilhões/ano desde 1995 em políticas sociais e não reduzir a pobreza? Temos de parar para pensar sobre o que estamos fazendo: estamos gastando dinheiro com as pessoas certas? Se não acertarmos o foco, não há como combater a pobreza. No Chile, por exemplo, existe uma autoridade responsável em identificar bolsões de pobreza. Essas informações são utilizadas para focalizar as políticas sociais. Existe uma preocupação em focalizar a política.

Políticas compensatórias

Existem duas maneiras de aumentar a renda do pobre: uma é aumentando

a capacidade de gerar renda. Isso, em certa medida, o Brasil está tentando fazer. O que temos de discutir é a eficiência do Pronaf; é discutir se o Proger está chegando ao pobre ou se ele está dando crédito a quem não é pobre; é discutir em que medida não podíamos estar fazendo a reforma agrária de maneira mais rápida e com a mesma quantidade de recursos se comprássemos terra de uma maneira mais barata. Ou seja, temos de imaginar se essas coisas não poderiam estar sendo feitas de maneira mais eficiente. Mas o caminho é esse, temos de atacar nessas três direções.

O outro lado da história é: dar educação ao filho do pobre não fará com que ele deixe de ser pobre no curto prazo. Ou seja, o outro ângulo dessa história são as políticas compensatórias, onde em vez de aumentar a capacidade de geração de renda do pobre, aumenta-se diretamente a renda dele, dando casa, alimentos ou dinheiro. No Brasil, um país rico, onde a pobreza vem da desigualdade, esse tipo de coisa é mais viável. Não é possível fazer políticas compensatórias em países pobres como Índia ou Honduras, onde não há riqueza para distribuir. O governo brasileiro tem recursos que se quisesse poderia distribuir na direção dos pobres.

Erro de foco

As políticas compensatórias brasileiras têm basicamente um problema: são mal focadas. Um exemplo é o seguro-desemprego: menos da metade dos recursos do seguro-desemprego vai para alguém que é pobre, e são R$4 ou R$5 bilhões/ano. Com relação ao abono salarial, mais de 60% dos recursos não são destinados aos pobres. A política compensatória brasileira está toda centralizada no setor formal da economia, onde não estão os pobres. É equivocada porque não está focada nas famílias mais pobres. Qual é o sentido de dar recursos a alguém que não é pobre, enquanto existem pessoas pobres? Se eu tenho alguém ganhando 30, porque dar para alguém que ganha 150? Não há nenhum sentido em existir uma política compensatória dessas. Qual o sentido de ter o abono salarial distribuindo R$500 milhões/ano se ele não está direcionado para o pobre? A maioria dos pobres ou é trabalhador informal ou é desempregado que não tem passagem pelo setor formal. O problema é que nossas políticas objetivam um tipo de pobre que não é mais o pobre brasileiro, ou seja, alguém que tem alguma passagem pelo setor formal da economia e esse não é o verdadeiro pobre brasileiro, esse não é aquele que tem uma renda *per capita* de R$30, e existem milhões desses.

Crianças X Idosos

Em que medida o Brasil tem programas pesados de redistribuição de renda e de transferência para os pobres? O Brasil tem alguns muito bons, como a Previdência Rural. Mas tem poucos, dada a magnitude da pobreza, e os que existem são focados nos idosos. O que a realidade brasileira mostra é que enquanto 25% dos idosos são pobres, 50% das crianças também o são. A política compensatória brasileira é burra porque redistribui para os idosos mas não para as crianças, e os pobres de amanhã serão as crianças e não os idosos.

Devia-se, pelo menos, tentar igualar a distribuição, mas as crianças estão pagando uma conta duas vezes maior que a dos idosos, o que é burro. Precisa-se muito mais de um programa como o de renda mínima ou de bolsa-escola, que estão focados na criança, do que um programa de previdência rural ou de assistência aos idosos. Antes de aumentar o benefício da previdência, deveria haver maior preocupação em aumentar os recursos do bolsa-escola ou do renda mínima.

FGTS

O governo tem esses dados. Sabe que a política social está mal focalizada, mas a maioria dessas mudanças requer aprovação do Congresso e uma série de outras coisas. Um exemplo típico é o FGTS: inventaram R$50 bilhões de dívida do FGTS, mas economicamente a dívida não existe. E quem receberá esses R$50 bilhões? Não serão os pobres, pois pobre não tem FGTS, muito menos um FGTS grande.

Essa, evidentemente, é uma transferência para a classe média. E de onde vêm esses R$50 bilhões? Também da classe média. Ou seja, a política social brasileira é uma grande confusão de transferência de recursos da classe média para a classe média. E quem vai pagar? Aquelas pessoas que estão no mercado de trabalho agora, que têm filhos. Nada mais é que uma transferência de renda da classe média que tem filhos para a classe média que tem aposentados.

Conclusões

Redistribuir renda no Brasil provavelmente teria impacto muito grande. Eliminar o diferencial de desigualdade de renda do Brasil e da Colômbia seria o mesmo que aumentar a renda *per capita* em 3% ao ano durante 10 anos. Nos dois casos a pobreza seria reduzida em 10 pontos percentuais.

O Brasil possui um conjunto de políticas extremamente rico, idealizado por pessoas geniais, mas que não necessariamente está focado no que precisa. Também não temos um sistema de avaliação que mostre o que funciona e o que não funciona. O que adianta ter um enorme leque de idéias e R$100 bilhões se não sabemos se esses recursos estão indo para quem precisa e qual o impacto dessa política social?

Uma política social só deveria ser colocada em prática se fosse demonstrado que terá algum impacto, caso contrário por que colocar dinheiro público nessa política? Mesmo se demonstrado que, a princípio, terá algum impacto, é preciso ver se no seguimento terá esse impacto ou não, e a continuidade dos recursos para essa política dependerá disso. Que impacto os R$500 bilhões despendidos em políticas sociais desde 1995 teve sobre a pobreza? Parece que nulo. Na verdade, pouquíssimos países no mundo avaliam suas políticas sociais. Mas no Brasil, 17% da população estão realmente passando fome e se essas políticas sociais não estão atingindo essas pessoas as conseqüências serão muito graves.

O *tempo* das Crianças

MARCELO NERI
Chefe do Centro de Políticas Sociais do IBRE/FGV

"A expansão da faixa etária do bolsa-escola constitui complemento desejável à nova proibição de trabalho precoce até os 15 anos."

A ocupação do tempo das crianças é fundamental no desempenho a longo prazo da nossa economia. Se hoje elas freqüentam a escola, ou se trabalham, antecedem as condições sociais brasileiras de algumas décadas. Um país que cuida de suas crianças, viabiliza o seu futuro.

Qual é a situação hoje da criança no Brasil? A avaliação da distribuição etária e das condições sociais deve levar em conta o processo de repartição das diversas rendas das famílias. Por exemplo: a renda do aposentado pode beneficiar outros membros da família, como as crianças, belamente ilustrado no filme *Eu, Tu, Eles*? Já a bolsa-escola, pode percorrer o caminho inverso. Assim, conceitos adequados para medir o bem-estar seriam os dados da família, como a indigência.

A maior taxa de indigência por faixa etária está no grupo até 5 anos de idade: 38,8% contra 24,8% do resto da sociedade. Cerca de 45% dos indigentes brasileiros têm menos de 15 anos de idade. A menor taxa de indigência está no grupo acima de 70 anos: 8,1%. A análise de um amplo espectro de indicadores sociais consolida a imagem das crianças como o grupo prioritariamente desfavorecido de nossa sociedade.

A Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (PNAD) nos oferece uma visão da ocupação do tempo das crianças, permitindo diferenciar situações rurais das urbanas: nas áreas rurais, 36% das crianças entre 10 e 14 anos de idade trabalham, contra 8% nas áreas urbanas.

Durante as duas últimas décadas houve aproximadamente duas vezes mais meninos trabalhando do que meninas. Noventa por cento das crianças



Perfil Etário da Indigência

	População	Taxa de Indigência	Contribuição para a Indigência
Total	158.232.252	24,8	100,0
0 a 5 anos	15.125.555	38,8	15,0
5 a 10 anos	15.893.875	37,8	15,3
10 a 15 anos	17.133.431	33,3	14,5
15 a 20 anos	16.445.293	24,4	10,2
20 a 25 anos	13.376.564	19,8	6,7
25 a 30 anos	12.170.942	21,0	6,5
30 a 35 anos	12.076.763	21,8	6,7
35 a 40 anos	11.080.956	20,6	5,8
40 a 45 anos	9.666.370	18,9	4,7
45 a 50 anos	8.015.962	17,7	3,6
50 a 55 anos	6.205.644	17,2	2,7
55 a 60 anos	5.179.392	16,0	2,1
60 a 65 anos	4.218.407	11,8	1,3
65 a 70 anos	3.473.931	9,5	0,8
+ de 70 anos	5.259.446	8,1	1,1
Ignorada	2.909.721	40,1	3,0

Fonte: Microdados da PNAD - IBGE. Elaboração : CPS/IBRE/FGV.

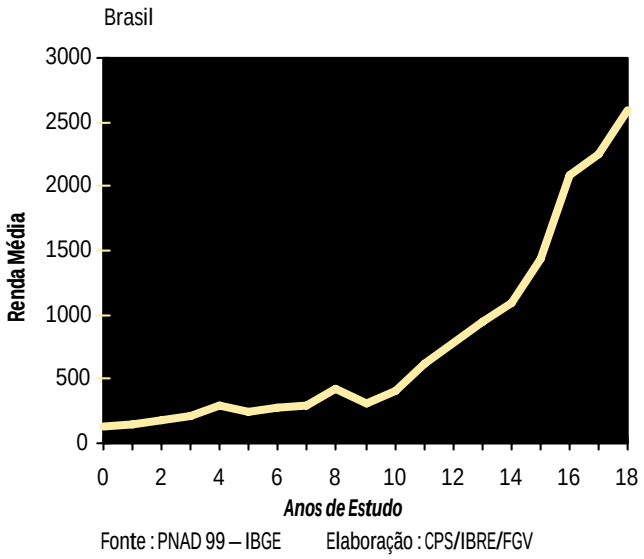
Obs: Linha de Indigência : R$ 61 *per capita*

de famílias pobres não terminaram o 2º grau e 74% não completaram a 4ª série.

Embora as taxas de matrícula sejam altas no Brasil, o nível educacional progride lentamente, devido à freqüência escolar irregular, as altas taxas de repetência (13%) e o abandono escolar (8,9%). Ainda de acordo com a PNAD, 15% de todas as crianças nessa faixa etária estavam trabalhando – houve uma queda de 2 pontos percentuais desde 1995.

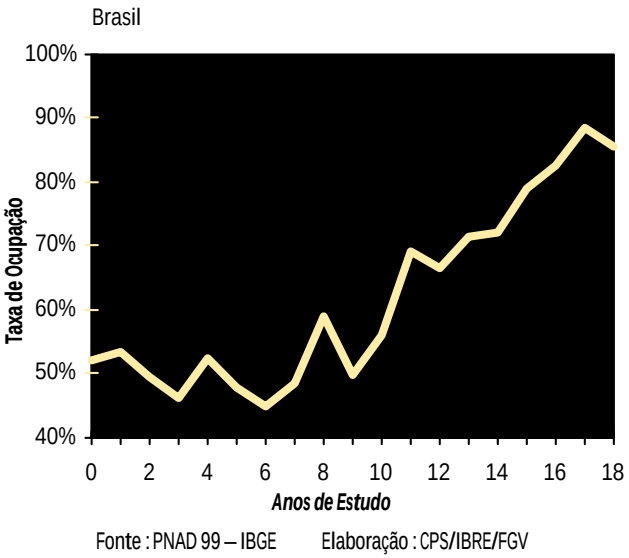
A cada ano adicional de estudo a renda do trabalho aumenta, em média, 16%. Retorno obtido para toda a vida ativa. A taxa de ocupação também cresce com a escolaridade: de 52% (analfabetos) para 87% (indivíduos que completaram a universidade). É difícil imaginar investimento mais lucrativo do que passar de ano.

Rendimento Médio Vs. Anos de Estudo



Fonte : PNAD 99 – IBGE Elaboração : CPS/IBRE/FGV

Taxa de Ocupação Vs. Anos Completos de Estudo



Fonte : PNAD 99 – IBGE Elaboração : CPS/IBRE/FGV

Retornos crescentes

Quando a criança passa de 0 para quatro anos de estudo o ganho de renda é de 8% ao ano. Se a escolaridade passa de 11 para 15 anos de estudo, o retorno corresponde a cerca de 21% a.a.. Existe uma armadilha de pobreza onde para obter retornos mais altos, o indivíduo tem de investir antes, mediante baixos retornos.

Externalidades

O retorno da educação para a sociedade como um todo é superior ao do indivíduo que é educado. Ricardo Paes de Barros mostra que um dos principais determinantes do desempenho escolar é a educação média das mães da comunidade. A tabela ilustra algumas conseqüências da acumulação de um ano a mais de estudo pela/para sociedade.

Impacto socioeconômico de aumento de um ano de estudo

Variável	Impacto
Crescimento Econômico (taxas anuais)	
Renda *per capita* (2000/25)	0,35
Salário industrial (2005/15)	0,85
Crescimento das exportações (2000/15)	0,70
Crescimento populacional	
Crescimento da população (2000/15)	-0,26
Crescimento da fecundidade total (2025)	-0,40
Crescimento da natalidade por 1.000 (2025)	-2,40
Mortalidade (por 1.000 nascidos vivos)	
Mortalidade infantil (2025)	-8,90
Mortalidade infantil até 5 anos (2025)	-12,60
Longevidade (em anos)	
Expectativa de vida - mulher (2025)	2,00
Expectativa de vida - homem (2025)	2,00
Escolaridade (taxas)	
Atendimento bruto secundário (2025)	5,20
Analfabetismo mulher (2020)	6,80
Analfabetismo homem (2020)	5,40

Fonte: Berhman, J., BID, 1996.

Mas o que fazer? Com estas falhas de mercado, que tipo de intervenção empreender? Como agir? Que políticas adotar?

Coerção

Por exemplo, a adesão recente à resolução da Organização Internacional do Trabalho (OIT) sobre trabalho precoce implica aumento da idade mínima permitida de 14 para 16 anos. A taxa de ocupação aos 15 anos é de 21%.

Prevenção

O melhor antídoto contra o trabalho infantil é a educação, especialmente das mães: 23,6% dos filhos de analfabetas exercem trabalhos domésticos ou externos, contra 1,7% dos filhos de mulheres com o curso secundário completo. Entretanto, o amadurecimento dos investimentos em políticas educacionais, como o Fundef, leva décadas. A obtenção de altos retornos sociais exige paciência.

Ambas

Um programa que concilia velocidade e durabilidade é o bolsa-escola, onde as mães recebem uma bolsa condicionada ao desempenho escolar dos filhos. A expansão do bolsa-escola e a ampliação da abrangência do programa até os 16 anos incompletos são fundamentais para diminuir o trabalho precoce.

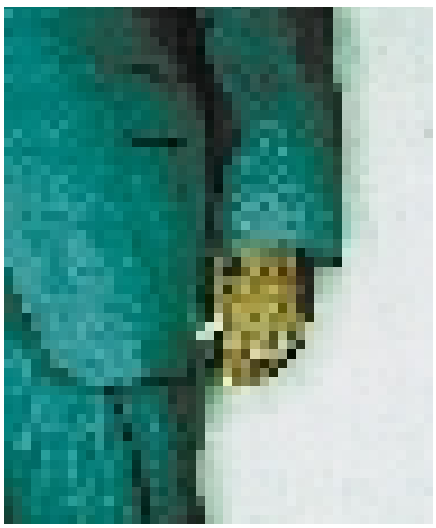
Novo limite de idade para a Previdência Complementar

SILVIO FURTADO HOLANDA
Coordenador de Estudos Técnicos da Secretaria de Previdência Complementar

Os brasileiros estão vivendo mais. Nos últimos anos o país vem passando por uma transformação demográfica, representada pelo envelhecimento gradual da população. Em 1940 a população com idade superior a 60 anos representava apenas 4% do total. Este percentual passou para 8% em 1999 e estima-se que atinja 12% em 2020. Esta tem sido uma tendência global, o que vem obrigando diversos países a ajustarem seus sistemas de seguridade social.

Na nova Tábua de Vida (1999) divulgada pelo IBGE a expectativa de vida aos 50 anos é de 75,3 anos e, aos 65 anos, passa para 79,2 anos. As principais razões para estas alterações foram a diminuição na fecundidade e nos níveis de mortalidade. De acordo com o IBGE, o número médio de filhos por mulher brasileira, que era de 6,2 em 1950, caiu para 2,3 em 1999.

A legislação em vigor sobre a previdência complementar, Decreto 81.240/78, coloca como requisito para a aposentadoria por planos de benefícios de Entidades Fechadas de Previdência Privada (EFPPs) a idade mínima de 55 anos. No entanto, essa limitação foi definida de acordo com a realidade da época em que a legislação foi aprovada. Hoje, mais de duas décadas depois, esse limite mostra-se insuficiente.



Vários países já impuseram idades mínimas para aposentadorias de acordo com os seus respectivos padrões de envelhecimento. México e Argentina reformaram profundamente seus sistemas previdenciários na última década e fixaram em 65 anos a idade mínima para o recebimento de benefícios de aposentadorias complementares.

Os Estados Unidos permitem o recebimento antecipado de benefícios complementares de aposentadorias, mas impõem um imposto adicional de 10% sobre os valores recebidos antecipadamente, para desestimular a aposentadoria precoce.

O Canadá, por sua vez, impõe uma redução de 0,25% no valor do benefício a ser recebido a cada mês em que a idade de aposentadoria antecipada precede a idade mínima de 60 anos ou 30 anos de serviço. A restrição é imposta aos planos de pensão registrados e que têm direito a incentivos fiscais.

Uma elevação na idade mínima para o recebimento de benefícios de aposentadoria complementar contribui para a melhoria dos resultados atuariais das EFPPs, especialmente nos planos

Quadro I - Percentual de planos de benefícios com idade mínima igual ou superior a 60 anos

Por tipo de plano	%
Benefício definido	33,44
Contribuição definida	68,41

Por patrocinadora	%
Privada estrangeira	85,82
Privada nacional	52,76
Pública federal	9,80
Pública estadual	9,59
Pública municipal	20,00
Total	51,82

organizados sob a forma de benefício definido. Simulações feitas pela Secretaria de Previdência Complementar (SPC) em 11 EFPPs que apresentam planos de benefício definido, sob a hipótese de que os homens adiariam em três anos a data de sua aposentadoria (em relação à idade mínima de 55 anos) e as mulheres a adiariam em um ano, mostram que as reservas desses planos cresceriam cerca de 16,11%.

De acordo com dados da SPC os planos de benefícios organizados sob a forma de benefício definido (BD) respondem por 60% dos participantes ativos e por 69% do total de participantes assistidos do Sistema de Previdência Complementar Fechada, o que reflete que estes planos são mais antigos e, conseqüentemente, possuem maior quantidade de participantes e maior volume de recursos, o que potencializa os efeitos de uma elevação da idade mínima para o recebimento de benefícios provenientes de EFPPs.

A análise dos regulamentos de planos de benefícios das EFPPs mostra que 68,41% dos planos organizados na forma de Contribuição Definida (CD) já impõem uma idade mínima igual ou superior a 60 anos para o recebimento de benefícios de aposentadoria programável. No caso de planos BD, esse percentual é de 33,54%.

Quando o foco da análise passa a ser o tipo de patrocinadora, nota-se que a maior parte dos planos de benefícios patrocinados por empresas privadas já adota idade mínima igual ou superior a 60 anos (quadro I). No caso de empresas privadas estrangeiras, 85,82% dos planos de benefícios apresentam esse requisito, ao passo que, no caso de empresas privadas nacionais, esse percentual atinge 52,76%.

Por outro lado, nos planos de benefícios patrocinados por empresas públicas, o percentual se reduz para 9,80%, 9,59% e 20% para empresas públicas federais, estaduais e municipais, respectivamente. No total, mais da metade dos planos de benefícios (51,82%) já impõe idade mínima igual ou superior a 60 anos.

A proposta de alteração no limite de idade para o recebimento de benefícios de aposentadoria complementar, colocada em vigor por meio do Decreto 3.721, de 08/01/2001, consiste na elevação para 55 anos e seis meses da idade mínima para o recebimento de aposentadorias no Sistema de Previdência Complementar Fechada, a partir de 1° de julho de 2001, independentemente do sexo do beneficiário.

Além disso, é proposta a sua posterior elevação, a partir de 2002, em seis meses por ano até 2010 quando, então, a idade mínima em questão será fixada em 60 anos para os planos de benefícios organizados sob a forma de contribuição definida.

Quadro III - Idade mínima - planos BD Proposta de transição

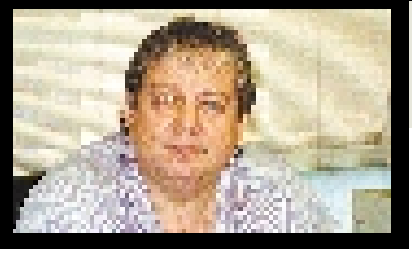
Ano	Idade mínima
2001	55 anos e 6 meses
2002	56 anos
2003	56 anos e 6 meses
2004	57 anos
2005	57 anos e 6 meses
2006	58 anos
2007	58 anos e 6 meses
2008	59 anos
2009	59 anos e 6 meses
2010	60 anos
2011	60 anos e 6 meses
2012	61 anos
2013	61 anos e 6 meses
2014	62 anos
2015	62 anos e 6 meses
2016	63 anos
2017	63 anos e 6 meses
2018	64 anos
2019	64 anos e 6 meses
2020	65 anos

Quadro II - Idade mínima - planos CD Proposta de transição

Ano	Idade mínima
2001	55 anos e 6 meses
2002	56 anos
2003	56 anos e 6 meses
2004	57 anos
2005	57 anos e 6 meses
2006	58 anos
2007	58 anos e 6 meses
2008	59 anos
2009	59 anos e 6 meses
2010	60 anos

Exceção a essa regra será feita no caso dos planos de benefícios organizados na forma de benefício definido, que manterão como requisito mínimo para o recebimento de benefícios de aposentadorias a idade de 55 anos e 6 meses em 2001, com sua posterior elevação em seis meses por ano, até atingir a idade mínima de 65 anos em 2020, independentemente do sexo do beneficiário. Os quadros II e III, a seguir, explicitam anualmente as idades mínimas propostas.

A elevação na idade mínima busca garantir a saúde financeira do sistema de previdência complementar fechada, além de contribuir para a adequação da legislação em vigor à atual realidade demográfica brasileira.



MARIO DIVO
Membro do Conselho Superior da Associação Brasileira de Marketing & Negócios (mdivo@fgv.br)

Opinião

A agência de publicidade Ronson produz um jornal que é distribuído a clientes e profissionais interessados em *marketing* e comunicação. Recentemente, respondemos a uma pergunta desse veículo sobre a polêmica criada com a mudança de marca pretendida pela Petrobras.

Afirmamos que esses estudos precisam ser feitos com muito cuidado, e com extrema atenção aos aspectos técnicos e políticos, ainda mais numa empresa como a nossa petroleira verde-amarelo. Certamente, os técnicos que analisaram o assunto têm explicações racionais para a mudança proposta, mas ficou a convicção de que os quesitos emocionais, políticos e de valores nacionais não foram avaliados em toda a sua extensão.

É fundamental o respeito à história e identidade de uma organização, ao propor alterações em sua marca. Neste caso, desde 1954 a empresa

BR PETROBRAS

é reconhecida, premiada e respeitada como Petrobras. Mudar para PetroBrax, ainda mais tendo grafia mista, é algo complicado, difícil e dispendioso. E o custo não ficaria, certamente, só nos US$ 50 milhões divulgados.

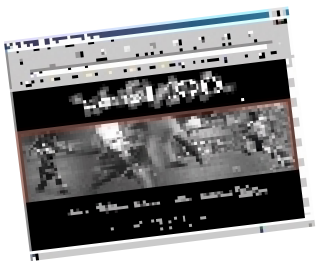
Para uma empresa desse porte e com presença internacional é necessária muita comunicação para trocar, na cabeça dos consumidores, o símbolo BR por um novo. Quanto a isso vale lembrar que o antigo símbolo (um hexágono que era adotado pela empresa holding) deixou de existir há seis anos porque, junto ao público, não podia ser verbalizado, tinha similares no exterior e não possuia a mesma identificação que o BR da Distribuidora.

Nesse assunto, uma mudança exige muito mais que estudos técnicos, exige planejamento e articulação. Sem o dever de casa bem-feito, só podia dar na confusão que deu...

Mundo da *publicidade*



A propaganda soprou as velinhas ao comemorar meio século de existência. Então, que tal comparar uma das primeiras peças do sabão em pó OMO com imagens mais recentes? A escolha do produto é por ser uma das marcas de maior lembrança do consumidor. E vale também para cumprimentar a Gessy Lever pela iniciativa de criar um museu empresarial, com a história de suas principais marcas, comemorando a presença de 70 anos no Brasil.



NÃO DEIXE DE VISITAR...

Você se lembra quando ia ao cinema e curtia o Canal 100? Um verdadeiro exemplo de marca que não se apagou. A fotografia era maravilhosa e a trilha, inconfundível, foi criada em 1962. Pois bem, agora você vai reviver reportagens da época e cenas inesquecíveis de nossos grandes times em campo, pelo site www.canal100.com.br. Na abertura, Garrincha e seus dribles desconcertantes. Parabéns aos produtores pela preservação do acervo e por conseguir associar valor econômico à sua divulgação. Afinal, saudade não tem idade!

Dois em um

No final do ano passado Malcolm Speed visitou o Brasil pela primeira vez. Ele é o chairman da Rapp Collins, que no Brasil é brilhantemente dirigida por Abaetê de Azevedo. De suas entrevistas aos veículos especializados, com foco em *marketing* direto e de relacionamento, aí estão resumidos dois recados:

"A internet ainda não é um grande negócio, absorvendo uma média de 10% dos investimentos dos clientes da agência em *marketing*. Mas tem potencial de crescer, quando novos meios de interação forem criados e, então, talvez esse índice chegue a dobrar."

"As empresas esperam que suas agências forneçam orientação estratégica e o desenvolvimento de processos integrados de comunicação. O sucesso estará nas mãos de quem for mais competente para ajudar os clientes a vencer desafios e construir relacionamentos."

Frase do mês

"Quando você tenta alcançar as estrelas, talvez não consiga agarrar nenhuma delas, mas é certo que não acabará com um punhado de barro nas mãos."
(*Leo Burnett*)

Pílulas & notas

SERÁ VERDADE?

Vamos torcer para que não seja só notícia de jornal. Seria realmente muito bom que a prefeitura do Rio concretizasse seu projeto de liberar as micro, pequenas e médias empresas do pagamento da taxa anual para afixar tabuletas na fachada de seus estabelecimentos. Parece pouco, mas qualquer medida que diminua encargos para essas empresas deve ser incentivada e, mais que isso, copiada por outros prefeitos.

ROCK IN RIO

Pouca gente tem a dimensão econômica de um projeto como o Rock in Rio. Calcula-se que o volume de recursos movimentados durante o megaevento foi de, no mínimo, R$ 500 milhões. Por outro lado, conforme o organizador Roberto Medina, parte do resultado financeiro será repassada a entidades de cunho social, como o Viva Rio e a Unesco, estimando beneficiar 12 mil jovens.

POSICIONAMENTO DE MARCA

Nesta coluna sempre há espaço para se tratar do posicionamento e da construção da imagem de marcas, mostrando por que isso é economicamente importante. No geral, as chamadas "grifes" têm um resultado acima do que atingem as redes menos conhecidas. Não é por outra razão que o grupo sul-africano De Beers está se associando aos franceses da Louis Vuitton para explorar melhor a sua marca, internacionalmente associada à mineração e comercialização de diamantes no atacado. Agora, tratada como grife, a De Beers ampliará suas oportunidades num negócio que movimenta perto de US$ 50 bilhões ao ano.

VALE A PENA CONFERIR!

Tem havido muita especulação sobre o grau de prioridade que o governo vai determinar ao novo ministro das Relações Exteriores, em relação ao desenvolvimento do Mercosul. Com a expectativa de crescimento da Alca, bloco comandado pelos Estados Unidos, Canadá e México, é fundamental fortalecer o bloco sul-americano. Mas será que nós, latinos, vamos ter essa consciência e acertar as nossas diferenças?

O BRASILEIRO E O LIVRO

Esta nota saiu na Folha de São Paulo e vale resumi-la. A Câmara Brasileira do Livro merece os cumprimentos pela iniciativa de realizar uma pesquisa para conhecer os hábitos de leitura do brasileiro. Foram 5.000 pessoas entrevistadas e os resultados devem ser divulgados em março. O curioso foi o caso de um pesquisador que, no Nordeste, entrevistou uma mulher sem antes pedir a autorização do marido. O homem era delegado, não gostou que um estranho soubesse dos hábitos da esposa e fez o entrevistador amargar uma noite na prisão. Será que esta ocorrência, em si mesma, não reflete um quadro mais realista da nossa cultura e da educação nacional?

O QUE ACONTECE AQUI, TAMBÉM VALE PARA OS EUA?

Aqui no Brasil vivemos periodicamente a expectativa de um apagão, por problemas na distribuição de energia elétrica. As razões técnicas sempre são divulgadas e explicadas, mas essa realidade irá demandar alguns anos para ser corrigida. Como consolo, estamos acompanhando um problema semelhante nos Estados Unidos, mais precisamente na Califórnia, por causa do clima muito ruim e da crise de geração de energia elétrica. Lá também ocorreu um apagão e milhares de pessoas foram afetadas em Los Angeles e São Francisco, neste último inverno.

FUNDOS DE PENSÃO

A imprensa costuma abordar de maneira crítica os fatos que envolvem fundos de pensão, principalmente aqueles que são ligados a estatais. Mas, quando se trata de mostrar conquistas e vitórias, essa mesma imprensa se cala. Pois então, neste nosso espaço não vamos deixar de cumprimentar a Petros pelos excelentes resultados que vem alcançando, e que a levaram a conquistar o prêmio Banas Qualidade. Além disso, a recente implantação do Código de Ética para os gerentes vai afastar o processo decisório de influências políticas. Parabéns!

TURISMO EM SÃO PAULO

Muita gente vai estranhar o título desta nota. Afinal, a idéia de turismo está muito associada ao lazer, sol e praia, áreas ecológicas e assim por diante. Mas o turismo tem enorme potencial econômico, principalmente quando vinculado a eventos e negócios, no que São Paulo é líder no país. Naquele estado foi criada uma Bolsa de Negócios e Oportunidades de Investimentos em Turismo que já tem mais de 70 projetos cadastrados. A previsão é de investimentos de R$ 5 bilhões num prazo de 5 anos, gerando mais de 300 mil empregos diretos e indiretos. Será que as lideranças de lugares badalados como o Rio de Janeiro, Bahia, Pernambuco e Ceará, entre outros, sabem disso?

ABOUT

A revista About tem se mostrado ser, cada vez mais, uma referência para os empresários e executivos que necessitam saber o que de importante acontece no mundo da comunicação. Rafael Sampaio e sua equipe merecem nossos cumprimentos bela edição da retrospectiva anual do ano 2000. Uma produção de alta qualidade e que vai contribuir com futuros trabalhos e estudos, tanto de profissionais quanto estudantes.

ELOGIANDO

Merece elogio o exemplo que o Citibank está dando, ao se engajar no projeto Parcerias do Hospital do Câncer, contribuindo para minimizar o sofrimento de milhares de doentes. No Brasil, muitas de nossas grandes e tradicionais empresas poderiam estar fazendo o mesmo, concretizando uma contribuição social que, por vezes, fica só no discurso.

Metáforas do Marketing



João Baptista Vilhena
Coordenador do MBA em Gestão Estratégica de Serviços da FGV

Um modo de nos aprofundarmos na formulação de planos de *marketing* é observarmos as principais metáforas do *marketing*. Como salienta Gareth Morgan, autor do livro Imagens da Organização, "usamos a metáfora sempre que tentamos compreender um elemento da nossa experiência em relação a outro. Assim, a metáfora prossegue por meio de afirmações implícitas e explícitas de que A é (ou parece) B. Quando se diz que 'o homem é um leão', usa-se a imagem do leão para chamar a atenção dos aspectos do homem parecidos com o leão".

Desse modo, ao identificarmos as principais metáforas do *marketing*, ampliaremos nossa compreensão sobre essa atividade e nos tornaremos mais aptos a formular estratégias de *marketing* mais efetivas. São cinco as principais metáforas do *marketing*.

- A primeira delas, e a mais óbvia, é ver o *marketing* como uma guerra. O mercado é um campo de batalha, os concorrentes são os inimigos e o território a ser conquistado são os clientes. As estratégias formuladas a partir dessa metáfora visam aniquilar a concorrência com ataques violentos, sem um limite claro para o uso dessa violência. Os clientes assim conquistados tornam-se reféns dessas empresas — as outras opções foram duramente enfraquecidas.
- O *marketing* pode ser visto também como disputa de poder — entre empresas e entre empresas e clientes. As estratégias visam submeter a outra parte à vontade da empresa. Os monopólios, oligopólios, monopsônios e oligopsônios utilizam-se nitidamente dessa estratégia. Novamente, os clientes não têm outras opções, vêem suas necessidades e desejos pouco satisfeitos e, provavelmente, deixarão a empresa quando obtiverem outras opções.
- As ações de mercado podem ser vistas, também, como passos de um jogo. Neste, existem regras claras e as estratégias visam tão-somente à superação dos rivais. Normalmente, essa estratégia traz benefícios aos clientes — como preço mais baixo — mas podem enfraquecer os jogadores — margens de lucro menores, por exemplo.
- A quarta maneira de ver o *marketing* é pela idéia de troca. Essa idéia é considerada por muitos autores a base do *marketing*. As estratégias formuladas visam à satisfação das partes. Deve-se identificar o que a outra parte deseja para fazer sua oferta e, em contrapartida, receber o que a empresa deseja. A troca também pode ser vista entre empresas, por meio de *joint-ventures*, alianças estratégicas etc.
- Finalmente, a quinta metáfora refere-se à idéia de comunidade. As estratégias formuladas visam à criação de interdependência. As empresas fazem parte de um sistema social e devem preocupar-se com o bem-estar dos demais envolvidos — não só os acionistas, como também os funcionários, os clientes e a comunidade em geral. Devem eliminar atividades que trazem danos ao sistema e incentivar as benéficas. As ações de responsabilidade social como estratégias de *marketing* incluem-se nessa metáfora.

A idéia de troca é uma das metáforas do *marketing*. As estratégias formuladas visam à satisfação das partes

Algumas considerações

A utilização das duas primeiras metáforas tende a trazer resultados no curto prazo, mas podem criar dificuldades para o futuro da empresa, pois não visam à criação de lealdade do cliente.

A terceira metáfora, embora desenvolva nos clientes a preferência por seu produto, não necessariamente cria lealdade e pode trazer prejuízos para a ação da empresa.

As duas últimas metáforas voltam-se para o longo prazo, pois visam, mais do que as outras, à criação de lealdade no consumidor, seja por uma melhor identificação de suas necessidades e desejos, seja pela criação de laços emocionais; e

Finalmente, não existe uma metáfora melhor que outra. As estratégias devem ser formuladas de acordo com os desafios de mercado de cada empresa e de acordo com as preferências de seus dirigentes.

Balança Comercial
O que esperar *em* 2001?

Lia Valls Pereira
Coordenadora de Projetos/Ibre

O superávit de US$ 4 bilhões esperado pelo governo para a balança comercial em 2000 transformou-se em déficit acumulado de US$697 milhões no fim do ano. O valor tinha sido recebido com cautela pelos analistas. Se entendido como meta, se supunha a definição de um programa para alcançá-la. Se entendido como projeção, um cenário extremamente otimista para as exportações.

Mesmo para os que estimavam um superávit menor, alguns fatores têm sido ressaltados para explicar o déficit. O aumento do preço do petróleo e o maior crescimento da economia contribuíram para uma elevação de 13,2% nas importações.

As exportações tiveram bom desempenho, alcançando o maior valor (US$ 55,086 bilhões) desde 1980. As vendas de manufaturados cresceram 19%, sendo 10,7% maiores do que em 1998 (o maior valor anterior da série 1980-2000).

As exportações poderiam até ter crescido mais, caso não houvesse queda no preço dos produtos básicos (2,1%) e uma pequena elevação no preço das exportações de manufaturados (1,7%), segundo dados da Funcex (Fundação Centro de Estudos de Comércio Exterior).

Por esse raciocínio a balança comercial poderia ter registrado algum superávit. No entanto, também pode-se pensar em fatores que, se ausentes, teriam prejudicado o desempenho exportador, como uma recessão na economia americana. O que vale, afinal, são os resultados efetivos, influenciados, em parte, por acontecimentos fora do controle do governo, mas que afetam a balança.

Neste início de ano o governo tem procurado evitar definição de metas e projeções. As instituições financeiras (ver a seção "Projeções Macroeconômicas") estimam déficits de US$500 milhões a US$1 bilhão. O resultado vai depender de algumas mudanças e a observação dos dados do ano 2000 auxilia nessa tarefa.

A balança comercial de 2000 — As exportações aumentaram US$7,075 bilhões. As vendas de semimanufaturados explicam 73,5% desse aumento, a de básicos 10,4% e a de manufaturados, 7,3%. Destacando as exportações de manufaturas, o mercado americano contribui em 40% e o da Associação Latino-Americana de Integração (Aladi) em 42%. No âmbito da Aladi, o Mercosul explica 46% dessa variação.

Supondo que o dinamismo das exportações seja mantido pelas vendas de manufaturados, dois fatores são importantes. Primeiro, a recuperação da economia brasileira deve se manter em 2001, diminuindo o nível de capacidade ociosa da indústria e muitos setores poderão diminuir a oferta exportável.

Segundo, a intensidade da queda no crescimento da economia americana é crucial não só para as vendas para aquele mercado, mas para determinar em parte a renda mundial. A última previsão da revista *The Economist* sugere que o PIB americano deverá cair de 5,1% para 2,3% do ano passado para este ano.

No entanto, a queda na taxa de juros poderá atenuar a desaceleração econômica, assim como as propostas de redução de impostos. Terceiro, não é esperada uma grande elevação na renda dos países da Aladi, em especial na Argentina. Mesmo no cenário mais otimista deverá ocorrer alguma redução na taxa de crescimento das exportações.

No crescimento das importações as maiores contribuições foram a de matérias-primas e de bens intermediários (68%) e combustíveis (32,3%). Bens de capital explicam apenas 0,3% do aumento das importações, bens de consumo duráveis 3,1% e não-duráveis contribuíram para a redução das importações em 3,7%. A análise por grupos de produtos agregados mostra que os manufaturados explicam 73,4% do aumento no valor importado, básicos 18,3% e semimanufaturados 8,2%.

Mesmo supondo que o preço do petróleo diminua, a elevação das importações está principalmente associada a

Balança Comercial 2000 (%)

Produtos	Exportações			Importações		
	Crescimento	Participação	Contribuição	Crescimento	Participação	Contribuição
Básicos	6,2	22,8	10,36	19,57	13,07	18,32
Semimanufaturados	6,48	15,43	7,31	34,31	3,76	8,23
Manufaturados	19,02	59,05	73,48	11,49	83,17	73,44

Fonte: SECEX/MDIC

compras de bens intermediários (insumos, partes e peças) que acompanham o ritmo do crescimento doméstico da economia. Logo, mesmo no cenário mais otimista (preço do petróleo em queda), é razoável supor que as importações apresentem taxas de crescimento superiores às do ano 2000.

Importações 2000

	Crescimento	Participação	Contribuição
Básicos	19,57	13,07	18,32
Semi	34,31	3,76	8,23
Manufaturados	11,49	83,17	73,44

Ressalta-se que ainda não é totalmente estável a relação entre renda e demanda de importações na economia brasileira. O menor ritmo na compra de bens de capital em 2000 pode estar refletindo o adiamento de compras, dada a redução na tarifa externa comum desse setor, a vigorar em 2001.

Considerando o grau de incerteza em relação a esses fatores, as previsões para 2001 têm apresentado um intervalo grande de variação.

Importância dos resultados — Há duas perspectivas na análise da balança comercial. Não se considera nessa análise possíveis impactos das variações nos fluxos de comércio sobre o crescimento da economia. O coeficiente de abertura da economia (média da corrente de comércio em relação ao Produto Interno Bruto) é relativamente pequeno — cerca de 10%. Existem impactos setoriais importantes (o setor de material de transporte é um exemplo), mas a dinâmica das exportações não é suficiente para determinar os ciclos de expansão da economia.

Do ponto de vista macroeconômico, a fragilidade do equilíbrio externo é usualmente observada pela razão entre o déficit em conta corrente (saldo comercial mais o de serviços e transferências unilaterais) e o Produto Interno Bruto, que indica a participação da poupança externa.

Uma razão muita elevada entre essas duas variáveis — existe um limite "mágico" de 4% a 5% do PIB — pode estar apontando risco de uma crise cambial. Não importa aqui olhar somente o resultado da balança comercial. O que interessa é se o déficit de transações correntes é compatível com as entradas esperadas de capital externo.

Sob essa ótica, não haveria razão para a excessiva preocupação com os resultados da balança comercial. Além do mais, sendo o regime de taxas flexíveis, o câmbio varia para ajustar a balança comercial. Só que os movimentos de câmbio não se realizam de forma suave, na presença de crises, como a experiência tem mostrado.

Não se pode garantir a entrada de capital externo. Países que são considerados com taxas de risco positivas e relativamente elevadas em relação aos seus parceiros no comércio mundial são mais expostos aos choques externos. Duas soluções podem diminuir o grau de vulnerabilidade: aumentar a poupança doméstica e/ou diminuir o déficit em conta corrente com superávits na balança.

A primeira solução não é imediata e a segunda pressupõe aceitar redução no ritmo de crescimento econômico, caso não sejam alteradas as tarifas de importações. Um aumento significativo das exportações também não é uma solução de curto prazo. Nesse contexto, o que deve ser avaliado não é somente o saldo comercial, mas se a economia está caminhando para uma trajetória que eleve a sua poupança doméstica, permita incrementar as exportações e mantenha a razão déficit em transações correntes/PIB num nível de segurança. Déficits comerciais e de transações correntes seriam inevitáveis num primeiro momento.

Uma outra perspectiva da análise da balança comercial privilegia o comportamento dos fluxos comerciais, independentemente de suas repercussões macroeconômicas: análises das exportações e das importações por setores e mercados, estudo da competitividade dos setores e os acessos aos mercados. Entender a fonte de crescimento das exportações e importações é parte integrante desse estudo. Nesse contexto, mais do que o tamanho do déficit, interessa observar a estrutura da pauta de comércio exterior.

As duas perspectivas não são excludentes. Um aumento permanente das exportações — reflexo de conquista de novos mercados e/ou mudanças na composição da pauta — alivia a pressão do déficit da balança de serviços (o pagamento de juros e remessa de lucros e dividendos são os itens mais importantes).

Um déficit comercial entre US$1 bilhão e US$1,5 bilhão em 2001 não causa temores no curto prazo, dada as perspectivas da entrada de investimento direto. Não há risco iminente de piora nas condições macroeconômicas. No entanto, uma possível retração das exportações e aumento das importações podem preocupar. Mais do que o tamanho do déficit comercial que pode ser sustentado, mesmo admitindo a fragilidade das contas externas, continua a ser um desafio elevar de forma permanente as exportações.

E-COMMERCE:
O mapa da mina dos investimentos

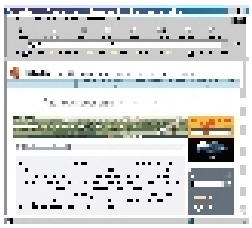
Sinônimo de acesso rápido à informação, a internet é hoje uma ferramenta indispensável para quem procura a melhor alternativa para a multiplicação de seus reais em um cenário de crescimento econômico. Nesse sentido, muitos sites acabam substituindo a figura tradicional — e, em alguns casos, em extinção — do gerente de banco e oferecendo todas as dicas de que o potencial investidor necessita.

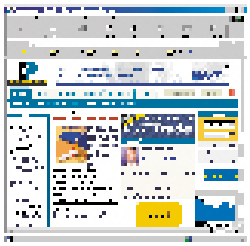
E como tempo é dinheiro, *Conjuntura Econômica* pesquisou e selecionou alguns dos endereços eletrônicos mais atualizados para esta edição de fevereiro, onde o destaque são os fundos de investimentos.

A primeira sugestão é o endereço da Associação Nacional dos Bancos de Investimento (Anbid) — www.anbid.com.br —, entidade que representa as instituições financeiras em operação no mercado de capitais. Seus associados são, basicamente, bancos de investimento e bancos múltiplos com carteiras de investimento. O endereço eletrônico disponibiliza todas as informações de que os investidores mais necessitam. Há, também, links com noticiários e atividades sobre o segmento e outras entidades do mercado.



O link Finanças Pessoais, do jornal O Estado de São Paulo (www.estadao.com.br/ext/economia/financas/investimentos), apresenta a Cartilha do Investidor que tem, como objetivo, ensinar as pessoas físicas a investir no mercado financeiro. Os interessados encontram informações a respeito do funcionamento desses mercados e, ainda, como investir, qual a tributação, os riscos e as expectativas de retorno. A Cartilha é permanentemente atualizada pelas novas regras de mercado e legislação.





Os internautas em busca de informações sobre alternativas de investimentos encontram em outro site especializado, o da Patagon (www.patagon.com.br), as mais completas notícias a respeito do assunto, bem como serviços exclusivos e gratuitos sobre a comunidade financeira. Há análises de investimentos em ações, opções e de aplicações em fundos de renda fixa e variável, elaboradas por alguns dos mais destacados gestores do mercado financeiro.

Outra boa opção é o site Fundos.com (www.fundos.com), que oferece praticamente tudo o que o investidor necessita, em termos de dicas e informes. Os links apresentados abrangem temas



variados, como Follow Up — com o acompanhamento da rentabilidade dos fundos —, opiniões de especialistas, taxa de performance, imposto de renda em fundos e um breve glossário.

As últimas notícias, comentadas e analisadas, sobre o mundo dos investimentos também podem ser encontradas no site Dinheironet, também um dos mais abrangentes do gênero (www.dinheironet.com.br/dinheironet/inv/hinv.asp). Os interessados podem contar com orientações sobre investimentos, empréstimos, conta corrente, planejamento, seguros e previdência, entre outras.





Que é consciência?

Og Francisco Leme
Especial para *Conjuntura Econômica*



A palavra "consciência" tem trânsito desimpedido no nosso cotidiano: alguém é consciente quando sabe, tem noção do que faz, com sentido de responsabilidade. O dicionário do Aurélio nos diz que consciência é a percepção do que se passa em nós. As duas versões se completam: na primeira predomina a implicação social do vocábulo; na segunda, predomina a intimidade. A primeira é sociológica, a segunda psicológica. Mas qualquer que seja a intenção de quem use a palavra, dificilmente deixará de ser entendido.

Até aqui, tudo bem. Mas converse o leitor com alguém das áreas de neurologia, psiquiatria, psicanálise, e constatará que as coisas não são tão simples assim. Na realidade, podem ser muito complicadas. O dr. Antonio Damásio empenha-se há anos para transformar o complexo mistério da consciência em conhecimento.

Trata-se de um médico neurologista português que vive há uns 30 anos nos Estados Unidos, onde dirige o departamento de neurologia da sua especialidade na Universidade de Iowa. É casado com uma colega americana, com quem compartilha seu trabalho científico.

Em 1995 publicou seu primeiro livro, *O erro de Descartes*, que foi sucesso de venda. Um livro técnico que podia ser entendido por leigos.

O dr. Damásio, além de competente neurologista, é um humanista de reconhecido talento literário. Aborda os problemas da neurologia com a competência do especialista bem treinado e a sutil percepção de Shakespeare ou Dante, ou a graça de Woody Allen. Sua visão é deliberadamente sistêmica, leitor confesso que é de Bertalanffy.

Em *O erro de Descartes*, Damásio denunciou o pecado do cartesianismo de não levar na devida conta o papel da emoção, irmã gêmea da razão na visão de Damásio. Um raciocínio correto pode ser lógico, mas pode carecer de discernimento. Para Damásio, razão e sensatez se impõem como díade inseparável. Na prática, isso significa que uma falha emocional pode comprometer uma decisão logicamente perfeita.

O novo livro do prof. Damásio tem um longo nome: *The Feeling of What Happens: Body and Emotion in the Making of Consciouness*, publicado pela Harcourt Brace and Company (Nova York, 1999) e, no Brasil, pela Companhia das Letras, sob o título *O Mistério da Consciência* (São Paulo, 2000).

A despeito de ser um livro técnico de neurologia, pode ser lido por leigos, se bem que numa leitura muito mais difícil do que a do *O erro de Descartes*.

O dr. Damásio sugere, em seu novo livro, que a percepção – que é o sentido de si mesmo – não depende da memória, nem da razão ou nem mesmo da linguagem. Depende, isto sim, da capacidade do cérebro humano de relacionar fotograficamente nosso organismo com os objetivos. Essa capacidade decorre, segundo ele, do empenho do nosso aparato cerebral na sua tarefa de regular nossa vida individual. A percepção de si mesmo começa com outro mecanismo relacionado com a sobrevivência e a serviço do qual se põe.

Damásio diz que sua visão do que seja "consciência" coincide com as visões de Lock Brentano, Kant, Freud e William James. Para todos eles, a consciência é "um sentido interior", uma idéia meio fora de moda. Damásio avalisa William James na sua qualificação de atributos do fenômeno da consciência: é seletiva, contínua, pessoal e refere-se a objetos diferentes do próprio eu. Mas, diferentemente de Damásio, William James não distinguiu entre "consciência básica" (*core consciousness*) e "consciência contínua" (*extended consciousness*).

As pessoas interessadas no fenômeno da consciência ganharão muito na leitura do novo livro do prof. Damásio.

CIDADANIA E PARTICIPAÇÃO

Pedro Jacobi, POLÍTICAS SOCIAIS E AMPLIAÇÃO DA CIDADANIA. Editora FGV, Rio de Janeiro, 2000.



A partir da Constituição de 1988, o autor analisa experiências de descentralização da gestão municipal nas áreas da educação e da saúde, com base nos resultados de pesquisas desenvolvidas entre 1989 e 1994. A idéia é chamar a atenção do leitor para questões que remetem à discussão de temas como cidadania, democracia participativa e governabilidade. Pedro Jacobi salienta que a insatisfação causada pela deterioração — ou não-satisfação — dos níveis da qualidade de vida pela ausência de um canal entre governo e sociedade pode levar a uma degeneração da administração pública vigente. O autor observa, ainda, que são poucas as experiências na administração municipal que ampliam o potencial participativo da sociedade.

AUTO-ESTIMA CARIOCA

Carlos Lessa, O RIO DE TODOS OS BRASIS: UMA REFLEXÃO EM BUSCA DA AUTO-ESTIMA. Editora Record, Rio de Janeiro, 2000.



Dono de uma das maiores bibliotecas sobre o Rio de Janeiro, o economista Carlos Lessa mergulha, neste livro, nos encantos, problemas e desafios da Cidade Maravilhosa. O autor assume a árdua tarefa de recuperar uma parte do orgulho de ser carioca, perdido em meio à onda de violência e ao caos de uma metrópole. Lessa demonstra, na obra, que o descontentamento com o Rio reflete a decepção do povo brasileiro com o próprio país. *O Rio de Todos os Brasis* é o segundo título da *Coleção Metrópoles*, lançada pela Record com o objetivo de enriquecer a reflexão e a bibliografia sobre o desenvolvimento urbano brasileiro. O primeiro livro da coleção foi *Porto de histórias — mistérios e crepúsculo de Porto Alegre*, de Moacyr Scliar.

IMAGENS AMERICANAS

Carolina Nabuco, RETRATO DOS ESTADOS UNIDOS À LUZ DA SUA LITERATURA. Editora Nova Fronteira, Rio de Janeiro, 2000 (relançamento).

A obra apresenta um estudo sobre a história da literatura americana analisando expoentes como Edgar Allan Poe, Walt Whitman, F. Scott Fitzgerald, Ezra Pound, Ernest Hemingway e William Faulkner, entre outros. Nascida no Rio de Janeiro, em 1890, Carolina Nabuco viveu durante a adolescência nos Estados Unidos. Era filha do jornalista e embaixador Joaquim Nabuco e irmã do embaixador e escritor Maurício Nabuco. Fluente em inglês e francês, desde cedo tornou-se uma grande escritora, ganhando vários prêmios literários. Em 1934 publicou o romance *A sucessora*, plagiado pela escritora inglesa Daphne du Maurier ao escrever *Rebecca*, sucesso editorial e cinematográfico em todo o mundo. Carolina Nabuco faleceu em 1981.



COMPETÊNCIA E PODER

Gustavo G. Boog, FAÇA A DIFERENÇA! Editora Infinito, São Paulo, 2000.

Algumas das preocupações com que se defronta o ser humano há, pelo menos, alguns séculos são: como



ser mais competente, como aumentar o poder pessoal e aproveitar melhor o potencial, transformando-o em realidade? Pois foram esses dilemas que levaram Gustavo Boog a escrever esse livro. Em uma linguagem simples, objetiva e prática, Boog mostra como adequar crenças a projetos. Segundo o autor, as pessoas podem agir, no seu dia-a-dia, como reis, guerreiros, magos ou amantes. O rei gosta de iniciar projetos novos, o guerreiro é prático e gosta de ação, o mago é um estrategista e o amante é ligado às emoções. E para que uma equipe de profissionais seja única e competente é necessário o equilíbrio desses quatro modelos, ensina Boog.

RUI PIZARRO
(colaborou Lilian Andrade)

EQUILÍBRIO ORÇAMENTÁRIO

HÁ 50 ANOS, *CONJUNTURA ECONÔMICA* JÁ ALERTAVA PARA A IMPORTÂNCIA DO EQUILÍBRIO DAS CONTAS PÚBLICAS. NO EXERCÍCIO DE 1950, AS DESPESAS DA UNIÃO E ESTADOS SUPERARAM AS RECEITAS EM CR$4,3 BILHÕES, POUCO MAIS DE 1,5% DO PIB. ATUALMENTE, ESTE VALOR EQUIVALERIA A UM DÉFICIT DE CERCA DE R$1,6 BILHÃO.

Esse resultado deveu-se a uma receita de Cr$19,4 bilhões e uma despesa de Cr$23,7 bilhões. O déficit efetivo do ano, ou seja, aquele que considerou apenas as receitas e despesas efetuadas em 1950, sem contar transferências de anos anteriores, foi de Cr$3,3 bilhões (atualmente, cerca de R$1,3 bilhão), ante os Cr$2,9 bilhões registrados em 1949. Apontavam os analistas de *Conjuntura*: "... um déficit de Cr$3,3 bilhões é um sinal de que as finanças da União precisam de modificações construtivas, não só quanto à despesa como quanto à receita, além de uma reforma da contabilidade para tornar mais clara a situação financeira durante o exercício".

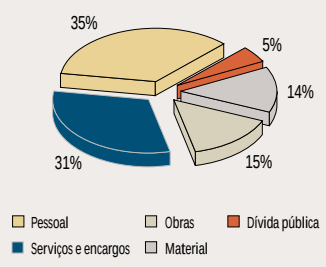
À época, considerava-se mais provável atingir melhores resultados das contas públicas via compressão das despesas que com aumento das receitas, pois a Constituição já restringia a cobrança de novos impostos, sobretudo ao longo do exercício, o que dificultava o aumento da arrecadação.

Nesse caso, seria até vantajosa uma alta de preços, como de fato ocorreu, que repercutisse sobre os impostos indiretos e elevasse a arrecadação. Em janeiro de 1951, o custo de vida apresentou variação acumulada em 12 meses de 8,3%, e os preços por atacado, de 23%. Sem dúvida, seria um "alívio" apenas a curto prazo, pois a alta de preços acabaria por repercutir também sobre as despesas da União e dos Estados, sobretudo as ligadas aos reajustes salariais. De qualquer forma, essa alta não seria suficiente para sanar as contas da União.

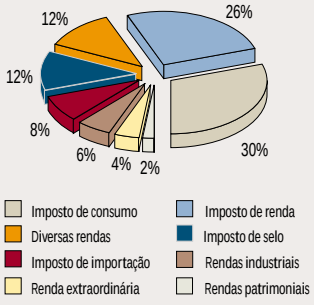
Outro fator atenuante, e certamente bem menos nocivo que o anterior, seria o aumento dos lucros, que acabaria por gerar uma maior arrecadação de imposto de renda. Em 1950, os lucros das sociedades anônimas e bancos foram bem mais elevados que em 1949, sobretudo devido a um aumento maior dos preços por atacado relativamente ao custo de vida, índice mais representativo do movimento dos salários. "Em média, o lucro líquido das sociedades anônimas que já publicaram seus balanços no mês de janeiro atingiu 26,9% sobre o capital .... contra 19,7% .... no ano precedente". No caso dos bancos, "obtiveram .... 33,8% de lucro sobre o capital, contra 26,7% em 1949 ....".

Assim foram distribuídas as despesas realizadas e as receitas arrecadadas em 1950:

Perfil das despesas realizadas pelo governo em 1950



Perfil das receitas arrecadadas pelo governo em 1950

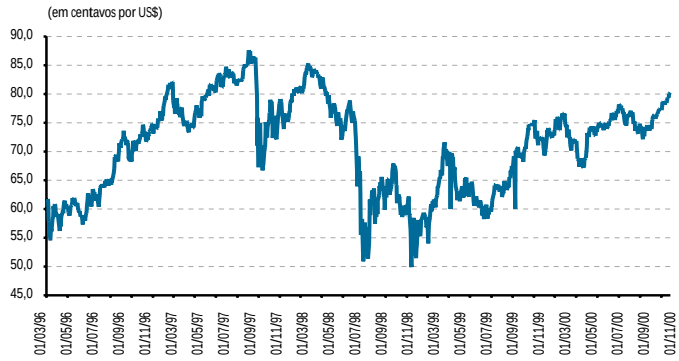


C-Bond em alta

O C-BOND, TÍTULO DA DÍVIDA EXTERNA BRASILEIRA RENEGOCIADA, APRESENTOU NO MÊS DE JANEIRO AS MAIORES COTAÇÕES DESDE MAIO DE 1998, ANTES DA CRISE RUSSA.

Este resultado mostra não só que os investidores estrangeiros estão com muito boas expectativas em relação ao desempenho da economia brasileira, como também estão aprendendo a diferenciar dentre os países emergentes aqueles que têm maior capacidade de pagamento de sua dívida. No entanto, não se deve esquecer que por ser um título com alta liquidez, uma "onda" de venda do C-Bond, e a conseqüente queda em suas cotações, pode resultar da tentativa de recuperar perdas obtidas com outros títulos, e não da desconfiança em relação aos fundamentos da economia.

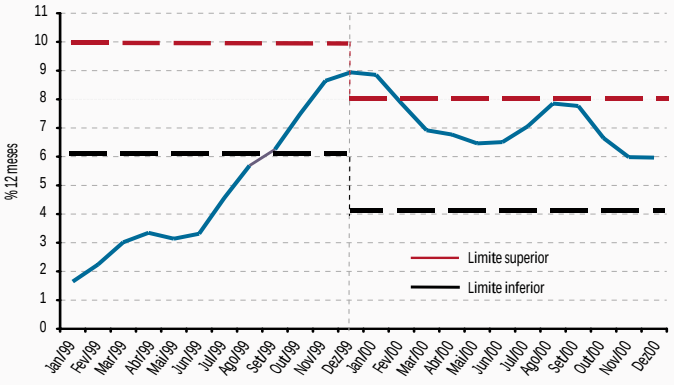
C-Bonds



Fonte: Andima.

O IPCA, índice de preços ao consumidor utilizado pelo governo para balizar as metas inflacionárias, atingiu em dezembro variação de 0,59%, principalmente devido à alta de 6,46% do índice de preços dos combustíveis. Com o resultado obtido em 2000, de 5,97%, voltou-se ao nível observado em 1997 e a meta estabelecida para o ano foi plenamente atingida, sendo que ainda havia margem de dois pontos percentuais, para cima e para baixo, de variação do índice. Espera-se que em 2001 o IPCA atinja alta de cerca de 4,2%.

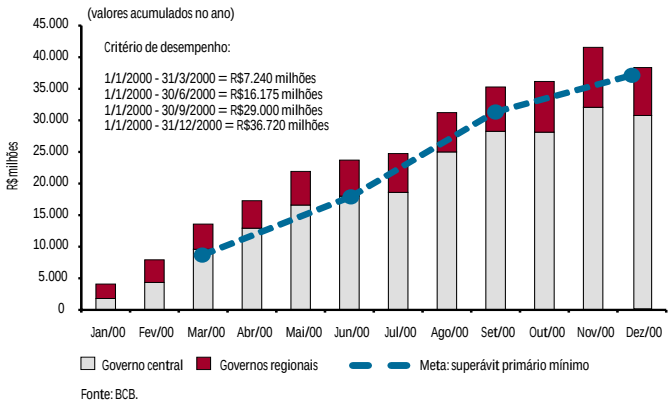
Metas Inflacionárias: IPCA



Fonte: IBGE.

O setor público cumpriu com folga os critérios de desempenho firmados junto ao FMI. Em 2000, governos central e regionais acumularam superávits primários de R$30,6 bilhões e R$7,6 bilhões, totalizando um superávit R$1,5 bilhão superior ao piso estabelecido para o ano. O resultado obtido em 2000, R$7,1 bilhões superior ao do ano anterior, comprova o esforço do governo em controlar as contas públicas, por exemplo, por meio de medidas como a Lei de Responsabilidade Fiscal e a renegociação das dívidas.

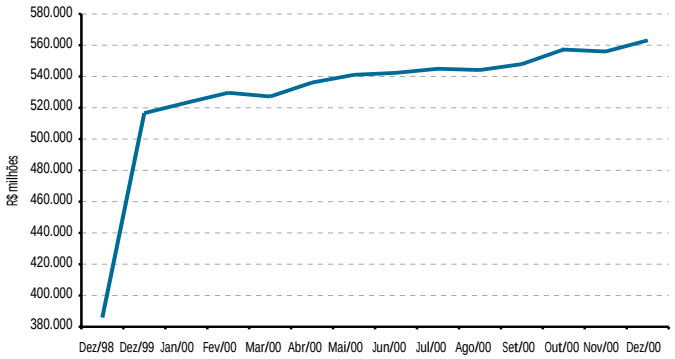
Superávit primário do setor público



Fonte: BCB.

A dívida líquida do setor público atingiu em dezembro último R$563,2 bilhões, ante os R$516,6 bilhões registrados em 1999, e os R$385,9 bilhões em 1998. A forte desaceleração da taxa de crescimento da dívida no ano passado deve-se basicamente à queda do valor dos encargos que incidem sobre ela: ao longo de 2000, a meta da taxa Selic, a taxa de juros básica da economia, passou de 19% ao ano para 15,75%. Além disso, a desvalorização do Real foi bem menor do que a observada em 1999. Como razão do PIB, os resultados de 1999 e 2000 foram praticamente iguais, situando-se em 49,4% e 49,5% do PIB, respectivamente.

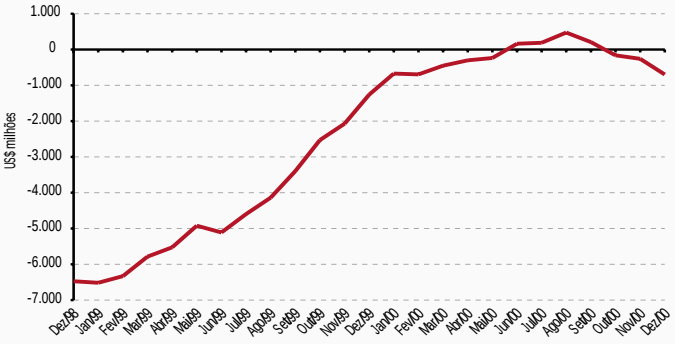
Dívida líquida do setor público



Fonte: BCB.

A balança comercial apresentou em 2000 saldo negativo de US$697 milhões. As exportações totalizaram US$55,086 bilhões e as importações US$55,783 bilhões. Embora tenha havido recuperação entre junho e agosto, os resultados dos últimos quatro meses determinaram o déficit do ano. No entanto, o déficit de 2000 foi o menor dos últimos cinco anos, sendo que a taxa de crescimento das exportações foi a maior desde o início do Plano Real — de 14,7% em relação a 1999 — em grande parte devido à mudança do regime cambial.

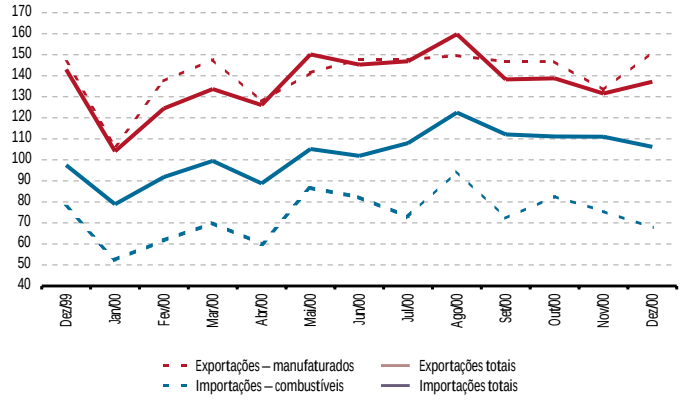
Saldo da balança comercial
(fluxo dos últimos 12 meses)



Fonte: BCB.

Em 2000 observou-se um aumento do *quantum* exportado de 11%. A taxa de crescimento das quantidades exportadas de manufaturados, de cerca de 17%, foi a maior desde a implementação do Plano Real, principalmente devido ao forte crescimento da economia mundial. O *quantum* importado aumentou 13% em relação a 1999. Com relação à importação de combustíveis, o *quantum* reduziu-se em 8,4% — o aumento do valor final das importações de combustíveis verificadas em 2000 originou-se apenas do aumento de preços.

Índices quantum das exportações e importações
(base: média de 1996 =100)



Fonte: Funcex.

Fundos de investimento, R$300 BI: E AGORA?

MARCELO GIUFRIDA
Vice-Presidente do Banco BNP Paribas

Os fundos de investimento brasileiros consolidaram-se como a forma de investimento mais popular do país. Acumulam a poupança de mais de 15 milhões de investidores e representam mais de 30% do PIB, índice comparável a países desenvolvidos. Mesmo no *ranking* mundial, o Brasil destaca-se como o décimo mercado de fundos, e disparado o maior da América Latina, com mais de 90% de *market share*.

A popularização dos fundos começou em 1995, com a criação dos FIF, regulamentados pelo Banco Central. A CVM também reformou a legislação em 1996, e novos aperfeiçoamentos foram feitos ao longo dos últimos anos — principalmente em 1999, com a liberação da movimentação diária pelos quotistas — e, em 2000, com a flexibilização das regras de aplicação das carteiras e a criação do Código de Auto-Regulação da Anbid.

A taxa de crescimento dos ativos nos últimos seis anos foi de 36% ao ano, acompanhada por uma evolução do número de fundos de 26% ao ano, ou seja, houve um aumento no patrimônio médio dos fundos de 57% no período. Embora as estatísticas até 1998 sejam aproximadas, nos últimos anos o crescimento dos fundos, devido ao ingresso de novos recursos, foi de R$69,7 bilhões. No mesmo período, o total de ativos dos fundos cresceu R$244 bilhões, ou seja, 71% do crescimento da indústria foi devido à valorização dos ativos. É interessante observar que essa distribuição varia ao longo dos anos. Em 95, 96 e 98 houve resgate líquido, enquanto em 97, 99 e 2000 a captação superou R$ 25 bilhões por ano.

> ***O calcanhar-de-aquiles dos fundos brasileiros tem sido a relativa fraqueza dos investimentos em ações***

Um dos principais elementos para o aumento dos depósitos foi o crescimento dos fundos de pensão. Entre 1994 e 2000, as reservas técnicas dos fundos fechados cresceu, em média, 18% ao ano. Mais importante, a parcela alocada em fundos de investimento cresceu de 12,4% em 1994 para 47,3% em 2000.

O calcanhar-de-aquiles dos fundos brasileiros tem sido a relativa fraqueza dos investimentos em ações. Embora seu montante tenha crescido na mesma taxa do mercado, a parcela dos FIA representa meros 8% do total. Se expurgarmos a parcela oriunda dos fundos de pensão, esse percentual reduz-se a 3%. Definitivamente o investidor comum está ausente do mercado bursátil, pelo menos via fundos; está preferindo outras formas de aplicar na bolsa. O surgimento dos fundos PGBL e, mais recentemente, dos fundos balanceados, tem atraído a atenção da pessoa física. Somados, representam cerca de 2% do mercado, porém a taxa de crescimento dos PGBL tem superado os 100% ao ano.

Não devemos desanimar, portanto. É bom lembrar que nos mercados internacionais, como os EUA e a Europa, houve momentos em que as taxas reais também eram muito elevadas, e a conseqüência era uma forte concentração em instrumentos de aplicação de renda fixa.

Quais os desafios da indústria? Administrar o crescimento, reciclando a massa de depósitos concentrada em fundos de renda fixa para alternativas que permaneçam rentáveis para o cliente; aumentar a transparência e a segurança para o investidor, por meio de campanhas de esclarecimento e iniciativas ligadas a auto-regulação; utilizar a internet como ferramenta efetiva de comunicação e venda; separar a distribuição da manufatura dos fundos, com estrutura de vendas semelhantes aos "supermercados de fundos", onde se podem encontrar, lado a lado, produtos próprios e da concorrência.