CONJUNTURA ECONÔMICA

JANEIRO, 2000 • VOL. 54 • Nº 1 • R$ 7,00 • WWW.FGV.BR/CONJUNTURA.HTM

SEATTLE:
Desastre global?

UM MITO QUE CAI:
Cepal diz que o Brasil gasta muito na área social

POBREZA:
Política monetária ajuda a distribuir renda?

Fundos de Ações

Os 25 maiores fundos por rentabilidade, patrimônio líquido e Índice de Sharpe

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
IBRE INSTITUTO BRASILEIRO DE ECONOMIA

Nesta Edição

CONJUNTURA ECONÔMICA

VOL. 54 • Nº 01 • JANEIRO DE 2000 • ISSN 0010-5945

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

COMÉRCIO INTERNACIONAL

Carta do IBRE:

O fracasso da reunião de Seattle tem reflexos perversos sobre o Brasil. Simulações de pesquisadores do IBRE mostram que só a liberalização do comércio com a União Europeia possibilitaria um acréscimo de 5,05% ao nosso PIB. O protecionismo americano não é menos cruel: taxa 24 produtos brasileiros. 6

AJUSTE

Política Fiscal

O conjunto de medidas aprovadas em outubro pelo presidente da República e pelos governadores vai aliviar a situação financeira dos estados e serviu para desanuviar o clima de tensão entre o governo federal e os estados. Mas será que as concessões comprometem as metas fiscais? 12

MACROECONOMIA

Política Monetária

De que forma a política monetária pode ajudar a resolver problemas como pobreza e distribuição de renda? Afrouxar o controle monetário resolve? 16



ENTREVISTA

Paulo Leme

Diretor de Pesquisa Econômica da Goldman, Sachs , Paulo Leme está otimista em relação ao Brasil. Ela acha o ajuste fiscal louvável e prevê crescimento econômico de 3,2% para este ano, dólar estável em relação ao real, superávit comercial de US$ 5 bilhões e taxa de juros de 16% em dezembro 20



FUNDOS

Finanças

Conjuntura Econômica analisa as características da indústria de fundos de investimento. E relaciona os 25 maiores fundos de ações por patrimônio líquido, rentabilidade e índice Sharpe. 24

SAÚDE, EDUCAÇÃO

Temas Sociais

É mito dizer que o Brasil gasta pouco na área social. Dados da Cepal mostram que somos o país que mais destina recursos à educação e à saúde. O problema é que gastamos muito mal 38



4 Nota do Redator
6 Carta do IBRE
11 Cartas
12 Macroeconomia
22 Entrevista
24 Finanças
38 Temas Sociais
42 Negócios
50 Internacional
53 Livros & Idéias
57 Internet Sites
58 Índice Remissivo
I Entendendo Macroeconomia
XI Conjuntura Estatística
XXX Índices Econômicos
106 Ponto de Vista



1999 FOI UM ANO DIFÍCIL PARA A MAIORIA DAS ECONOMIAS LATINO-AMERICANAS. A região sofreu dois choques o ano passado: o primeiro decorreu da redução das linhas de financiamento externo aos países da região; o segundo, da perda de termos de troca - para os países não exportadores de petróleo – que se seguiu à recessão nos países asiáticos. Esses dois choques determinaram a necessidade de ajuste das economias latino-americanas ao novo cenário externo e resultou em graus variados de recessão em 1999, dependendo do desajuste de cada país.

Em decorrência, o desempenho macroeconômico da maioria dos países da região em 1999 foi pífio. Para a América Latina como um todo, o PIB deve ter se contraído em 0,1% no ano passado, resultado ruim quando comparado ao crescimento de 1,8% para a região como um todo em 1998. As diversas desvalorizações cambiais ocorridas na região encolheram também os PIBs - no caso do Brasil de forma exagerada.



Se 1999 foi mais um ano perdido para a América Latina, alguns países perderam mais que outros. O México, por exemplo, não se inclui entre os perdedores, já que o PIB mexicano deve ter crescido quase 4% no ano passado - reflexo de sua integração bem sucedida ao NAFTA e às medidas de ajustes tomadas em seguida a sua própria crise. Infelizmente, no extremo oposto, Equador e Venezuela devem ter tido uma redução nos seus PIBs em torno de 7%. O desempenho da Argentina e da Colômbia também não dá motivos para comemorações, já que a queda dos respectivos PIBs deve ter superado 3%.

Não é o caso do Brasil, pelo menos se levarmos em conta as previsões para logo após a mudança do regime cambial. Contra uma expectativa de queda do PIB superior a 4%, o ano deve ter se encerrado com o PIB estacionário no mesmo nível de 1998. A inflação não disparou. Não tivemos uma severa crise bancária, a exemplo do ocorrido em diversos países do Sudeste da Ásia, certamente porque implementamos após a crise mexicana padrões mais rigorosos de supervisão bancária e o sistema estava coberto contra riscos de natureza cambial.

O que esperar para 2000? Paulo Leme, diretor de pesquisa econômica de mercados emergentes, da Goldman, Sachs, traça um quadro positivo para a economia brasileira. Ele prevê crescimento, queda da inflação e das taxas de juros e superávit comercial.

A edição de janeiro da Conjuntura analisa também as conseqüências da reunião da Organização Mundial de Comércio no final de novembro e início de dezembro, em Seattle. Ao contrário do que muitos supõem, não estamos diante do fim da globalização. Mas é verdade que os interesses dos países em desenvolvimento foram prejudicados. Contudo, como mostram a Carta do IBRE e o artigo de Lia Valls Pereira, perdemos uma batalha, não a guerra. A despeito da aliança dos interesses protecionistas com a miopia dos ativistas "verdes", o sistema multilateral de comércio veio para ficar; e é do nosso interesse apoiar o império da lei nas relações internacionais, única garantia de acesso a mercados que dispomos contra a virulência dos interesses protecionistas contrariados.

ROBERTO FENDT
Redator-Chefe
fendt@fgv.br

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS

Instituição de caráter técnico-científico, educativo e filantrópico, criada em 20 de dezembro de 1944, com 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: Jorge Oscar de Mello Flôres
Diretor Geral: José Affonso Fausto Barbosa

Conselho Diretor

Presidente: Jorge Oscar de Mello Flôres
Vice-Presidentes: Francisco Oswaldo Neves Dornelles, Carlos Ivan Simonsen Leal e Marcos Cintra Cavalcanti de Albuquerque.
Demais Vogais: Celina Vargas do Amaral Peixoto, José Luiz Miranda, Luiz Fernando da Silva Pinto, Manoel Fernando Thompson Motta, Manoel Pio Corrêa Jr., Marcílio Marques Moreira, Roberto de Oliveira Campos e Roberto Paulo Cezar de Andrade.
Suplentes: Alfredo Américo de Souza Rangel, Antonio Carlos Braga Lemgruber, Carlos Alberto Pires de Carvalho e Albuquerque, Daniel Dantas, Geraldo José Carbone, José Julio de Almeida 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
Demais Vogais: Antonio Monteiro de Castro (Souza Cruz SA), Diogo Lordello de Mello (IBAM), Domingos Marques Grello, Edmundo Penna Barbosa da Silva (Generalli do Brasil), Félix de Bulhões (SA White Martins), Gustavo de Sá e Silva (Estado de São Paulo), Heitor Chagas de Oliveira, Horácio Cata Preta (Sindicato de Empresas de Seguros Privados e Capitalização do Rio de Janeiro), João Carlos Rocha e Washington Luiz Machado (Banco CCF Brasil SA), Jorge Gerdau Johannpeter (Gerdau SA), Mário Abrantes da Silva Pinto (Consultec), Mauro Salles (Salles DMB&B Publicidade SA), Murillo Braga de Carvalho (Associação de Bancos do Estado de São Paulo), Paulo Guilherme Aguiar Cunha (Cia. Ultragaz SA), Paulo Oscar França (Instituto de Resseguros do Brasil – IRB), Paulo Rabello de Castro (RC Consultores SC), Sérgio Franklin Quintella, Sergio Ribeiro da Costa Werlang (Banco BBM SA), Theodoro Arthou.
Suplentes: Cristiano B. Franco Neto (Banco Bozano, Simonsen SA), Fernando Prado (Banco de Investimentos Credit Suisse First Boston Garantia 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), Luiz Chor (Chozil Engenharia Ltda.), Luiz Roberto do Nascimento e Silva, Márcio João de Andrade Fortes, Patrick de Larragoiti Lucas (Sul América Terrestres, Marítimos e Acidentes – Cia. de Seguros), Pedro Henrique Mariani Bittencourt (Banco BBM SA), Roberto Duailibi (DPZ Propaganda SA), Rui Manuel de Medeiros d'Espiney Patrício (Banco Boavista Interatlântico SA).

Conselho Consultivo

Carlos Moacyr Gomes de Almeida, Cesar Cunha Campos, Eliezer Batista, Estado de Minas Gerais, Gilberto Duarte Prado.

Instituto Brasileiro de Economia
Diretor
Antonio Carlos Pôrto Gonçalves

Vice-Diretor de Relações Institucionais
Istvan Karoly Kasznar

Centro de Estatísticas e Análises Econômicas
Salomão L. Quadros

Centro de Estudos Agrícolas
Ignez Vidigal Lopes

Centro de Estudos de Preços
Paulo Sidney de Melo Cota

Centro de Estudos Empresariais e Financeiros
Ricardo Simonsen

Coordenadoria de Projetos
Fernando de Albuquerque

Revista Conjuntura Econômica
Roberto Fendt

Gerência Administrativa
Fernando de Albuquerque

CONJUNTURA ECONÔMICA

Fundador
Richard Lewinsohn
Redator-Chefe
Roberto Fendt
Editor Executivo
Márcio Chalita
Redatores
Ib Teixeira Rui Pizarro
Colaboraram nesta edição
Elena Soibet, Fabio Giambiagi, Ib Teixeira, José Luiz Alquéres, Lia Valls Pereira, Oscar Malvessi, Paulo Luiz A. Basilio, Pedro Quaresma, Ricardo Simonsen, Rogério Mazali, Rubens Cysne, Rui Pizarro, Tatiana Deane, Virene Roxo Matesco
Projeto gráfico /diagramação
José Gil Dieguez Neto
Diagramação
Ana Elisa Galvão Oswaldo Moreira da Silva
Revisão
Ademilson Coutinho André Pinheiro
Produção gráfica
Actair Graneiro

Revista mensal da Fundação Getulio Vargas editada pelo Instituto Brasileiro de Economia

As matérias assinadas por colaboradores, mesmo do IBRE, quando desvinculadas de sua posição funcional, não refletem, necessariamente, 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.

Redação
Praia de Botafogo, 190 – sala 924 – CEP 22253-900
Rio de Janeiro – RJ – Tel.: (21) 559-5565
Fax: (21) 351-2799
E-mail: ecom@fgv.br
Fotolito
Multitypes
Impressão
Gráfica Barbero
Distribuição
Fernando Chinaglia Distribuidora SA
R. Teodoro da Silva, 907 – CEP 20563-900
Tel.: (21) 575-7766
Assinaturas
Elsa Saboia Stephan
Comercialização
Igor de Freitas
Tels.: (21) 559-5567 e 559-5565
E-mail: igor@fgv.br
Editora da Fundação Getulio Vargas
Setor de vendas e atendimento ao assinante:
Praia de Botafogo, 190 – s. 607 – CEP 22253-900 ou
CP 62.591 – CEP 22257-970 – Rio de Janeiro – RJ
Tels.: (21) 559-5543 e 559-5544
Ligue grátis: 0800-21-7777 – Fax: (21) 559-5541
E-mail: assinet@fgv.br

ISSN 0010-5945

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

CARTA DO IBRE

LONGE *do* IDEAL

JANEIRO 2000

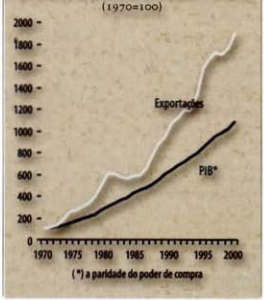
NÃO EXISTE NADA MAIS CONTROverso em economia do que a teoria do comércio internacional. Desde o século passado, a obra de David Ricardo mostrou que nem a autarquia nem o comércio bilateral (ou em blocos do tipo Nafta e União Européia) são a melhor opção para os países. Em outros termos, a situação ótima seria aquela de livre comércio com referência a todos as nações do mundo.

De acordo com essa teoria, as preocupações com repercussões negativas da abertura comercial em empresas, empregos ou setores econômicos têm pouco significado. O livre comércio permite que os países exportem os bens e serviços que produzem eficientemente (em termos relativos) e importem os que fabricam de modo ineficiente. Com isso, ganham os consumidores, que passam a ter acesso a bens e serviços mais baratos e melhores, bem como as empresas (e seus trabalhadores), que podem alcançar mercados muito maiores que os domésticos.

É claro que nem todos ganham nesse processo. Mas, visto que o país tende a especializar-se na produção dos bens e serviços em que apresenta maior eficiência, a perda de empregos, o consumo e a produção em determinados segmentos é sempre mais do que compensados por adições em outros setores, de modo que a economia nacional sempre melhora com a abertura ao comércio exterior.



ÍNDICES DO PRODUTO INTERNO BRUTO MUNDIAL E DAS EXPORTAÇÕES GLOBAIS
(1970=100)



A experiência das ultimas décadas ratifica, em termos gerais, a teoria ricardiana. Desde a Segunda Guerra Mundial, com as sucessivas rodadas de negociações multilaterais, as tarifas aduaneiras foram substancialmente reduzidas, primeiro no contexto dos países desenvolvidos e, mais recentemente, no dos em desenvolvimento. O crescimento sustentado do comércio mundial, que foi uma conseqüência de tais eventos, esteve claramente associado ao aumento da produção. Como pode ser visto no gráfico, entre 1970 e 1998, enquanto o volume global de exportações cresceu 1.600,8%, o produto interno bruto (PIB) mundial aumentou 889,5%. É de se notar que não foram só os países desenvolvidos que se beneficiaram das crescentes trocas exteriores. Os países em desenvolvimento também ganharam, principalmente nas

décadas de 80 e 90. Entre 1990 e 1998, quase dobraram suas exportações de bens e serviços e as tornaram mais diversificadas, aumentando a participação das manufaturas. Como seria de se esperar, o produto interno bruto desse conjunto de nações cresceu aceleradamente (tabela 1).

Como explicar, então, a renitente oposição ao livre comércio, como se viu durante a reunião da Organização Mundial do Comércio (OMC) em Seattle?

O protesto das chamadas ONGs não é difícil de explicar. Ele foi potencializado por uma combinação de interesses econômicos específicos (empresariais e trabalhistas), prejudicados pela abertura ao exterior, com os da oposição socialista, cujos remanescentes se encontram atualmente pulverizados em diversas organizações de objetivos "unidimensionais" e, apenas na superfície, apartidárias.

As dúvidas e certezas de uns e outros se beneficiam do fato inegável de que as simplificações incorporadas nos pressupostos da teoria ricardiana — principalmente o conceito de competição perfeita — não se encontram presentes na maioria dos casos importantes e, quando modificadas, produzem resultados diferentes dos originais. Assim, demonstrou-se que, se um país é grande em relação ao resto do mundo na exportação de determinado bem — em outras palavras, se possui poder de mercado —, a colocação de um imposto sobre a exportação desse bem pode melhorar a sua situação. Analogamente, quando se leva em conta a produção com retornos crescentes de escala, a intervenção estatal via "políticas comerciais estratégicas" pode ser uma alternativa melhor que o simples *laissez-faire*. Tal intervenção é necessária também para minorar os possíveis efeitos de redistribuição de renda ocasionados pelo livre comércio, tributando-se as classes ganhadoras e subsidiando-se as perdedoras no processo.

Tabela 1 – Produto interno bruto global e comércio internacional – volume de exportações (taxas de crescimento*)

	Produto interno bruto		Volume de exportações	
	1980-89	1990-99	1980-89	1990-99
Mundo	3,4	3,0	4,4	6,2
Economias avançadas	2,9	2,3	5,3	6,3
Países em desenvolvimento	4,3	5,3	2,1	8,5
África	2,5	2,8	0,4	4,2
Ásia	7,0	7,0	6,7	11,3
Oriente Médio e Europa	2,2	3,8	-1,6	5,9
Hemisfério Ocidental	2,2	3,2	4,6	9,9

Fonte: World Economic Outlook, FMI, outubro de 1998.
*Médias anuais.

Tais complexidades da vida real levaram as nações a usar (e abusar) de justificativas para evitar a rota do comércio livre.

A formação de blocos econômicos (Nafta, União Européia, Mercosul etc) é uma delas e tem sido considerada uma opção política e economicamente mais palatável do que o comércio multilateral. Ocorre que, em tese, não há garantia alguma de que um país melhore seu desempenho pela adesão a um acordo de livre comércio com outros países, deixando o resto de fora. A melhora só ocorre se o volume de comércio exterior assim criado for superior

Tabela 2 – Proteção em países desenvolvidos selecionados depois da Rodada Uruguai

	Setor industrial (1994) (tarifas ad valorem)		Setor agrícola (1995) (tarifas equivalentes ad valorem)				Setor de serviços (1995) (tarifas equivalentes ad valorem)		
	Antes da Rodada Uruguai*	Depois da Rodada Uruguai**	Arroz	Trigo	Açúcar	Carne bovina	Comércio	Transporte	Finanças
Austrália	10,0	12,2	0,0	0,0	52,0	0,0	7,0	183,0	25,0
Canadá	4,9	4,8	1,0	58,0	35,0	38,0	9,0	118,0	26,0
União Européia	5,7	3,6	361,0	156,0	297,0	125,0	10,0	182,0	27,0
Japão	1,9	1,7	nd	240,0	126,0	39,0	5,0	142,0	29,0
Estados Unidos	5,4	3,5	5,0	6,0	197,0	31,0	5,0	111,0	22,0

Fonte: Hufbauer, G. e Kotschwar, B., The future course of trade liberalization, World Bank, outubro de 98.
*Taxas médias aplicadas.
**Taxas médias máximas acordadas.
nd = não-disponível

ao que foi destruído quando se determina a tarifa externa comum do bloco *vis-à-vis* o resto do mundo.

Analogamente, apesar dos avanços em termos de reduções de barreiras tarifárias, o protecionismo continua bem vivo. A OMC estima que 60% do comércio internacional deverá estar livre de tarifas e quotas quando forem implementados os acordos da Rodada Uruguai (assinados em 1995) mas, como se vê na tabela 2, os países desenvolvidos praticam tarifas industriais ainda positivas. São especialmente importantes nessa região as taxas incidentes sobre os produtos das indústrias têxtil e de vestuário (em geral, acima de 15%). Os países em desenvolvimento raramente aplicam tarifas industriais em percentuais inferiores a 10% (tabela 3). No setor de serviços, a dicotomia entre países desenvolvidos e em desenvolvimento é acentuada nos setores comerciais de atacado e varejo e no financeiro, mas ambos protegem em grau semelhante o de transporte e comunicações. No geral, as barreiras são elevadas nesse setor (mais de 20% em termos de taxas equivalentes).

Na agricultura, a situação pode ser considerada lamentável. Tanto os países desenvolvidos quanto os em desenvolvimento protegem energicamente os setores correspondentes e, cada vez mais, mediante barreiras não-tarifárias que escondem o verdadeiro grau de proteção. Nos países onde estão disponíveis os cálculos das tarifas equivalentes às citadas barreiras, as taxas raramente se situam abaixo de 100%. Na União Européia em particular, a situação ultrapassa qualquer medida de bom senso: as tarifas equivalentes atingem 361% no caso do arroz, 156% do trigo, 125% no da carne e 297% no do açúcar. Muitos países simplesmente impedem o acesso de produtos estrangeiros pelo uso generalizado de quotas de importação.

Dada a natureza de sua economia, o Brasil sofre grandemente os efeitos perversos das restrições agrícolas européias. Simulações realizadas pelo IBRE/FGV mostram que a liberalização do comércio com a União Européia possibilitaria um acréscimo do PIB brasileiro de 5,05% relativamente à situação atual. São notáveis, também, as dificuldades de acesso de nossos produtos no mercado interno dos Estados Unidos, considerado o país mais liberal do mundo: sobretaxas nas exportações de fumo, suco de laranja e calçados; cotas em açúcar e nos produtos têxteis; barreiras sanitárias às exportações de laranja etc. No total, segundo a Federação das Indústrias do Estado do Rio de Janeiro (Firjan), cerca de 24 produtos brasileiros enfrentam sérias dificuldades de ingresso no mercado americano.

É NESSE CONTEXTO que ganham importância a OMC, como fiadora dos acordos já existentes, e a projetada "Rodada do Milênio". A primeira representa um avanço em relação ao GATT, pois engloba discussões sobre todos os itens do balanço de pagamentos (não somente o comércio de bens), garante um compromisso mais efetivo dos países-membros aos acordos assinados e permite que a resolução das disputas ocorra de forma mais rápida. A segunda deverá avançar na eliminação dos graves empecilhos que ainda limitam o comércio de bens (particularmente os agrícolas), serviços e capital, crucial para o crescimento das economias emergentes.

Tabela 3 – Proteção em países em desenvolvimento selecionados depois da Rodada Uruguai

	Setor industrial (1994) (tarifas ad valorem)		Setor agrícola (1995) (tarifas equivalentes ad valorem)				Setor de serviços (1995) (tarifas equivalentes ad valorem)		
	Antes da Rodada do Uruguai*	Depois da Rodada do Uruguai**	Arroz	Trigo	Açúcar	Carne bovina	Comércio	Transporte	Finanças
Argentina	20,0	30,9	nd	nd	nd	nd	13,0	117,0	37,0
Brasil	15,0	27,0	nd	nd	nd	nd	25,0	143,0	47,0
Chile	15,0	24,9	nd	nd	nd	nd	34,0	182,0	45,0
Colômbia	11,0	35,3	210,0	138,0	130,0	120,0	35,0	192,0	43,0
México	13,0	29,4	50,0	74,0	173,0	50,0	13,0	182,0	31,0
Hong Kong	0,0	0,0	nd	nd	nd	nd	32,0	150,0	39,0
Índia	54,0	32,4	nd	nd	nd	nd	36,0	191,0	47,0
Indonésia	20,4	36,9	180,0	30,0	110,0	70,0	35,0	190,0	43,0
Coréia	7,9	8,3	nd	nd	nd	nd	21,0	185,0	36,0
Filipinas	23,9	22,5	nd	nd	nd	nd	33,0	110,0	42,0

Fonte: Hufbauer, G. e Kotschwar, B., The future course of trade liberalization, World Bank, outubro de 98.

*Taxas médias aplicadas.

**Taxas médias máximas acordadas.

nd = não-disponível.

Como na maioria dos países ainda prevalece uma postura mercantilista em relação ao assunto, é claro que o sucesso de uma nova rodada de negociações requer um adequado equilíbrio entre concessões domésticas e internacionais.

Entretanto, juntando o espetáculo das ONGs, cegas às evidências dos benefícios do comércio internacional e prontas a seguir caminhos que já se mostraram fracassados, aos resultados iniciais do plenário da OMC, o que se viu em Seattle não foi animador.

Os países desenvolvidos deixaram claro que não reduzirão as tarifas industriais remanescentes nos produtos de interesse dos países em desenvolvimento, a menos que esses reduzam fortemente suas tarifas em bens respectivos, o que soa coerente. Porém, aqueles manifestaram interesse em ligar tais negociações às preocupações com direitos trabalhistas e preservação do meio ambiente, problemas que atualmente só ocorrem nos países em desenvolvimento. Esses, obviamente, rechaçam tais iniciativas, encarando-as como obstrutivas do processo de negociação, e não vêem autoridade nos primeiros para lhes dar lições sobre esses assuntos. Os Estados Unidos, por exemplo, não subscrevem o conjunto de direitos trabalhistas fixado pela Organização Internacional do Trabalho (OIT) e, no que se refere ao meio ambiente, este já foi devidamente prejudicado na Europa e América do Norte, sem que nenhum outro país reclamasse.

As discussões sobre agricultura também não avançaram. O grupo de países exportadores de tais bens (do qual fazem parte Estados Unidos, Brasil, Canadá e Austrália) exige redução drástica das barreiras às importações e dos subsídios às exportações, principalmente na Europa. Para os mais pobres, nos quais a agricultura representa algo como 30% do PIB e 70% do emprego, esta é a questão única e fundamental. Porém, Europa, Japão, Coréia e outros, que protegem fortemente as produções domésticas, se opõem veementemente a tais cortes. Em face dessa resistência, muitos países em desenvolvimento ameaçam bloquear um novo ciclo de liberalização e, no limite, serão tentados a renegociar os termos da Rodada Uruguai. Argumentam que, desde então, abriram unilateralmente suas economias, derrubando as tarifas aduaneiras (ver tabela 4) em troca de concessões dos países desenvolvidos que, simplesmente, não se materializaram no decorrer dos últimos anos. E estão certos nesse ponto: os representantes da União Européia já declararam que aceitam discutir o acesso a seu mercado da maioria dos bens, exceto têxteis e produtos agrícolas. Mesmo os Estados Unidos só se comprometem a liberalizar o comércio de têxteis e vestuário depois de 2005 e recusam a deixar de lado as antigas leis anti-*dumping*, que se sobrepõem à autoridade da OMC.

Tab. 4 – Reduções nas tarifas aplicadas em países em desenvolvimento

	Ano	Pré-Reforma	Pós-Reforma
Índia	[1990,93]	12,8	71,0
Paquistão	[1987,90]	68,9	64,8
Sul da Ásia (média)		80,5	52,7
China	[1986,92]	38,0	43,0
Filipinas	[1985,92]	27,6	24,3
Coréia	[1984,92]	24,0	10,1
Indonésia	[1985,90]	27,0	22,0
Leste da Ásia (média)		37,2	20,7
Argentina	[1986,96]	39,2	13,9
Brasil	[1986,96]	68,0	9,1
Chile	[1986,96]	20,1	11,0
México	[1985,87]	29,0	20,0
América Latina (média)		37,2	14,2
África (média)		37,2	36,6

Fonte: Hufbauer, G. e Kotschwar, B., op.cit, World Bank, outubro de 98.

O debate sobre serviços é muito importante, pois a proteção a essas atividades varia entre média e elevada e está intimamente relacionada às barreiras ao investimento estrangeiro. Mas, ao se decidir que os países poderiam escolher os setores que pretendem liberalizar, o tema foi emasculado e se tornou menos controverso.

Até o momento, portanto, a evidência sugere um diálogo de surdos no âmbito da OMC e, inclusive, fora dela. O número de autoridades nacionais que defendem a liberalização tende a diminuir, pois além de encontrar apoio escasso em seus países, foram desestimulados pelo acúmulo de interesses egoístas nos demais negociadores. Isso é decorrência, em parte, da postura dos Estados Unidos que, como principal potência do planeta, deveriam ficar à frente das negociações. Porém, a liderança americana se tem enfraquecido sob a influência do calendário eleitoral e o seu apoio ao comércio livre tem sido relutante em face de uma economia doméstica cujo crescimento brilhante dispensa, no momento, a ajuda do setor externo. No entanto, não cabe dúvida que a expansão da economia mundial está intimamente ligada ao crescimento dos fluxos de comércio e este, à continuação do processo de liberalização das transações com bens, serviços e capital. Se o processo for bloqueado, todos perderão, ricos, remediados e pobres, mas é certo que a maior parte da conta será enviada aos países em desenvolvimento.

CARTAS

REVISTA CONJUNTURA

Edição de Dezembro

Senhor Editor,
Eis uma bela revista, a nova Conjuntura Econômica! A FGV está de parabéns.

LIGIA FILGUEIRAS
Coordenadora de Marketing
Instituto Liberal

Está de parabéns toda a equipe da revista pela nova concepção editorial, incluindo programação visual mais agradável e moderna. Sabemos o quanto é difícil modificar estruturas tradicionais e poucas coisas são tão tradicionais (no bom sentido) no Brasil quanto a Conjuntura Econômica.

WINSTON FRITSCH
Presidente do Dresdner Bank Brasil



FHC

Edição de Dezembro

Muito boa a entrevista com o presidente, mostrando como alguns interesses dentro do Congresso atrapalham a aprovação de medidas que interessam ao País. Mas as revelações dos bastidores do poder pelo presidente, de certa forma, evidenciam que o governo nem sempre sabe ser muito hábil nas negociações.

SERGIO M. PASCOLATTO
Rio de Janeiro – RJ

Gostei da entrevista com o presidente Fernando Henrique. Como estudante, acho que ele deveria fazer "reflexões" como essas com mais freqüência para prestar contas de seu governo. Depois da leitura, restou uma dúvida: ou os analistas, lá fora, têm uma noção melhor do quanto avançou a nossa economia ou a imprensa diária brasileira anda muito pessimista.

TÂNIA MARQUES DE C. DURÃES
Rio de Janeiro – RJ

MICROEMPRESA

Legislação

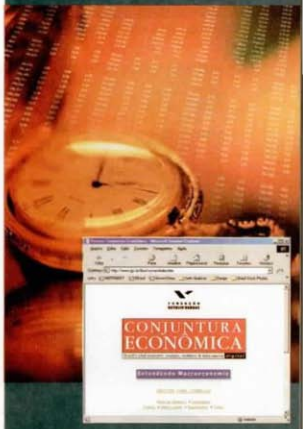
A Lei 9.841, de 05 de outubro de 1999, sobre o Estatuto da Microempresa e da Empresa de Pequeno Porte, trata de assuntos importantes, os quais gostaria que fossem abordados pela revista Conjuntura Econômica, notadamente os seguintes: Qual a alegação do Governo Federal ao vetar o artigo 18, e quais as implicações econômicas e sociais do referido artigo, caso não fosse vetado?
Em relação aos artigos de números 25 a 30, que tratam da constituição de sociedade de garantia solidária, a questão é como constituir tal sociedade e quais as vantagens para os participantes? E o artigo 38 – permitindo que as microempresas sejam admitidas a propor ação perante o Juizado Especial – ainda depende de regulamentação? Aproveito a oportunidade para parabenizá-los pelo excelente trabalho.
Assinei recentemente a revista e estou muito satisfeito.

ANTÔNIO APARECIDO LANGE
Vice-presidente da Caciopar

E-mail: econ@fgv.br
Assinaturas: assine@fgv.br

Não quer esperar até a próxima edição?

Estamos sempre à disposição na internet.



CONJUNTURA ECONÔMICA
on-line

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

Política Fiscal

Metas fiscais preocupam

O ajuste fiscal, com corte de despesas e reformas extras, garantiu o bom desempenho das contas públicas em 99.

FABIO GIAMBIAGI
Economista, Gerente do Departamento Econômico do BNDES

A mais importante das reformas para o resultado fiscal de caixa – o chamado "fator previdenciário" – foi aprovada pelo Congresso Nacional, contrariando as expectativas de que enfrentaria grandes resistências no plenário. O Governo também continuou a exibir resultados fiscais excelentes, que lhe permitiram cumprir – com grande folga, inclusive – as metas acertadas com o Fundo Monetário Internacional (FMI) referentes às Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP). Em relação à inflação o "repique" contribuirá, de forma marginal, porém não desprezível, para viabilizar cortes reais nas rubricas não indexadas de despesa do orçamento do ano 2000.

No entanto, as dificuldades para aprovar a Emenda Constitucional que permite a cobrança da contribuição previdenciária dos servidores, os efeitos da decisão do Supremo Tribunal Federal (STF) referente a essa cobrança sobre a receita dos Estados e o fato de os superávits primários de 1999 continuarem sendo em parte baseados na arrecadação de receitas extraordinárias, associadas ao pagamento de dívidas tributárias, são fatores de preocupação quanto ao cumprimento das metas fiscais para o ano 2000.

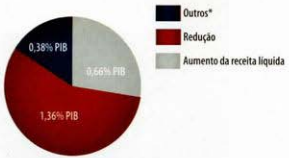
Resultados de 1999

Os dados de setembro do setor público consolidado e de outubro do governo central confirmaram o excelente desempenho das contas do governo central dos meses anteriores, assegurando o cumprimento das metas fiscais o ano passado. Mantiveram-se, em linhas gerais, as características da execução financeira observada durante o ano: significativo ajuste fiscal; e, no caso do governo federal, aumento da receita.

Contudo, quando se raciocina em termos de percentagem do PIB, o quadro do ajuste é diferente de quando a comparação é feita em termos nominais. A razão disso é que uma parte importante do aumento da receita é simples resultado do retorno parcial da inflação, ao mesmo tempo que a virtual estabilidade da despesa nominal esconde por trás de si uma queda da relação Gasto Público/PIB, na presença de um PIB naturalmente "inchado" pela inflação.

Considerando que entre janeiro/outubro de 1999 e o mesmo período de 1998 a receita do governo federal, líquida de trans-

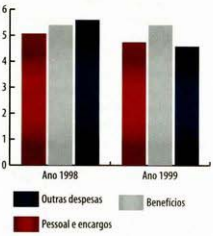
CONTRIBUIÇÃO PARA O AJUSTE DO GOVERNO CENTRAL: JAN/OUT 1999 VS. JAN/OUT 1998



*Mudança do déficit primário do Banco Central e de erros e omissões.

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional - STN.

A QUEDA DA DESPESA DO GOV. CENTRAL JAN/OUT 1999 VS. JAN/OUT 1998 (% PIB)



ferências a Estados e Municípios, passou de 16,8% para 17,4% do PIB e que o gasto total real, exclusive juros e as referidas transferências, caiu de 16,1% para 14,7% do PIB, conclui-se que a contração da despesa foi responsável por quase 1,4 ponto percentual do PIB, ou quase 60% do ajuste de 2,4% do PIB registrado nesses períodos, sendo 0,7 ponto do PIB de responsabilidade do aumento da receita líquida e o resto associado a outros fatores – a discrepância estatística entre os dados da Secretaria do Tesouro Nacional e do Banco Central, que em 1999 "jogou" a favor das contas do Governo, em R$ 2,6 bilhões até setembro.

Entre os componentes da despesa, cabe destacar a queda dos denominados "gastos de outras despesas de custeio e capital (OCC)", rubrica que exclui as despesas com pessoal e com benefícios previdenciários e que apresentou uma contração nominal de 10% até outubro, particularmente relevante no contexto de certa retomada de aumento dos preços em que ocorreu.

No que diz respeito à composição das receitas, cabe chamar a atenção para a queda gradativa da taxa de variação negativa da CPMF na comparação com o acumulado de 1998 à medida que os meses passam. No início do ano, a suspensão da cobrança desse imposto em janeiro gerou taxas de crescimento fortemente negativas da variável em relação ao acumulado até os meses correspondentes do ano passado.

À medida que a receita posterior a junho de 1999 – quando a CPMP foi restabelecida, com alíquota de 0,38%, quase o dobro da que vigorava até janeiro – começou a pesar na estatística de 1999, as taxas de crescimento negativas foram diminuindo. O IPI, por sua vez – em parte devido à renúncia fiscal incidente durante boa parte do ano na compra de automóveis –, continua revelando um crescimento fortemente negativo da receita.

Enquanto isso, o Imposto de Renda (IR) começa a refletir, timidamente, os efeitos da retomada do nível de atividade e a Cofins confirma os notáveis resultados obtidos ao longo do ano, fruto das medidas de ajuste aprovadas no fim do ano passado – aumento da alíquota de 2 para 3%.

Os dados de setembro do setor público consolidado e de outubro do Governo Central confirmaram o excelente desempenho das contas do Governo Central dos meses anteriores, assegurando o cumprimento das metas fiscais o ano passado.

No resultado agregado das Necessidades de Financiamentodo Setor Público (NFSP) divulgado até setembro, o que mais se destaca é o superávit primário de janeiro/setembro (R$ 30,6 bilhões) ser superior à meta de R$ 30,2 bilhões (3,10% do PIB) estabelecida para o ano como um todo. O superávit correspondeu a 4,15% do PIB do período, em função de um superávit de 3,10% do PIB do governo central (a meta é 2,50% do PIB); 0,36% do PIB dos Estados e Municípios (a meta é 0,30% do PIB); e 0,69% do PIB das empresas estatais (a meta é também de 0,30% do PIB), que constituíram, em termos relativos, a maior surpresa – favorável – do período. A esses resultados deve ser acrescentado o fluxo – já divulgado – do resultado fiscal do Tesouro e do INSS em outubro. Os números sugerem, portanto, que, se o governo controlar os gastos do final do ano, o superávit primário consolidado do setor público poderá ser de 3,2 a 3,3% do PIB, acima da meta acertada com o FMI, de 3,1% do PIB.

O "FATOR PREVIDENCIÁRIO"

No mês de novembro, o Congresso Nacional completou o processo de aprovação do chamado "fator previdenciário", proposto pelo governo em regime de urgência, como legislação complementar à Emenda Constitucional da previdência social aprovada em 1998.

Este fator constitui um artifício técnico para, na prática, estabelecer a subordinação da aposentadoria por tempo de serviço a uma idade mínima, princípio esse que tinha sido rejeitado no passado pelo próprio Congresso.

Pelas tabelas do Ministério da Previdência, denominando de "fator de desconto" a expressão (1 – fator previdenciário), um homem que se aposente com 35 anos de ser-

RESULTADO PRIMÁRIO DO GOVERNO CENTRAL – JANEIRO-OUTUBRO
EM R$ MILHÕES CORRENTES

Discriminação	1998	1999	Contr. p/ajuste
Receita total	149.358	170.824	21.466
Tesouro	112.844	132.768	19.924
Previdência Social	36.514	38.056	1.542
(-) Transferências a estados e municípios	22.642	26.439	-3.797
Receita líquida	126.716	144.385	17.669
Despesa total	121.329	121.788	-459
Pessoal e encargos	38.297	39.236	-939
Benefícios previdenciários	40.745	44.683	-3.938
Outras despesas[1]	42.287	37.869	4.418
Déficit do Banco Central	458	573	-115
Superávit primário critério STN[2]	4.929	22.024	17.095
Discrepância estatística[3]	-627	2.554	3.181
Superávit primário critério BC[4]	4.302	24.578	20.276
% PIB	0,57	2,97	

Fontes: Secretaria do Tesouro Nacional (STN) e Banco Central.

[1]Inclui abono e seguro desemprego; desapropriações para reforma agrária; e subsídios e subvenções. [2]Dado divulgado pelo Tesouro Nacional, abrangendo Tesouro Nacional, INSS e Banco Central. Refere-se ao dado "acima da linha". [3]Diferença entre os dados da STN/INSS e o resultado oficial do Governo Central divulgado pelo BC até setembro. Um resultado positivo indica aumento do superávit primário. [4]Resultado da STN e INSS até outubro, combinado com a discrepância estatística acumulada até setembro.

viço aos 50 anos de idade sofreria um desconto na sua remuneração de 29,8% – já que o fator previdenciário é de 0,712, ou 71,2%.

O desconto vai caindo quanto mais tempo se trabalha e quanto maior a idade da aposentadoria, até ser "zerado" em algum ponto, dependendo do tempo de contribuição e da idade. A partir desse ponto, como o fator previdenciário se torna superior à unidade, o indivíduo passaria a receber um valor maior do que o da sua aposentadoria, baseado na legislação antiga.

O mecanismo funciona, portanto, como um incentivo para que se retardem as aposentadorias, beneficiando assim as contas públicas pela continuidade das contribuições e a não realização do gasto que implicaria o pagamento da aposentadoria, nos anos em que, tendo direito a ela, se optasse por continuar na ativa – sendo portanto uma fonte de receita, ao invés de despesa, do INSS.

A nova lei estabelece ainda a incidência do fator previdenciário sobre uma base composta pela média de 80% das maiores contribuições a partir de 1994, de modo a evitar controvérsias a respeito de como inflacionar os valores de contribuição anteriores ao Plano Real. Esta outra mudança também é importante, pois a Constituição de 1998 determinava o cálculo dos benefícios com base nos últimos 36 meses – 3 anos – de contribuição, o que beneficiava as categorias de renda mais alta, com uma carreira caracterizada por uma progressão salarial grande ao longo da vida ativa. À medida que o tempo for passando, isso implicará uma redução importante do benefício médio desses indivíduos.

A curto prazo, a aprovação do fator previdenciário não terá efeitos significativos, pois a negociação de um prazo de transição de 5 anos, ao longo dos quais o fator previdenciário será estabelecido progressivamente, minora os efeitos imediatos da proposta aprovada. Já a médio prazo – 5 anos – a medida terá como efeito evitar as distorções mais gritantes da situação atual, caracterizada pela existência de aposentadorias extremamente precoces que são uma das maiores fontes de desequilíbrios das finanças da Previdência Social. A longo prazo, porém, quando o fator previdenciário se tornar maior que 1, em muitos casos, antes dos 60 anos, continuará sendo um incentivo à aposentadoria antes da idade exigida na maioria dos países. Isso significa que em algum momento futuro – talvez, na próxima década – será necessário retomar o debate em torno da aprovação explícita de uma idade mínima para a aposentadoria, que se aproxime dos 60 ou 65 anos, sem o que, com o passar das décadas a relação Ativos/Inativos do sistema continuará caindo.

As condições políticas atuais do país, porém, não permitem que exista a menor possibilidade de aprovação de uma medida com essas características, no futuro imediato.

As concessões aos Estados

Em outubro, na tentativa de obter apoio político dos governadores para a proposta de taxação dos servidores inativos, o governo anunciou, após reunião entre o presidente da República e a maioria dos governadores, um conjunto de medidas destinadas a ali-

Receita federal: Janeiro-novembro
Em R$ milhões constantes de novembro 1999

Discriminação	1998	1999	Variação (%)
IPI	17.775	15.957	-10,2
Imposto de renda	49.003	49.578	1,2
Rendimento de capital	12.432	13.364	7,5
Outros	36.571	36.214	-1,0
CPMF	8.737	6.726	-23,0
Cofins	20.478	31.346	53,1
Contr. sobre lucro	8.087	7.438	-8,0
Contr. servidores	2.696	2.968	10,1
Demais receitas	38.138	33.209	-12,9
Total	144.914	147.222	1,6

Fonte: Secretaria da Receita Federal. Deflator: IGP.

Resultado primário do setor público – Janeiro-outubro
Em R$ milhões correntes

Discriminação	1998	1999
Governo Central	4.302	24.578
Tesouro[1]	8.533	31.205
INSS	4.231	-6.627
Estados e municípios[2]	-1.580	2.647
Estados	-3.138	1.431
Municípios	1.558	1.216
Empresas estatais[2]	-1.265	5.047
Federais	-747	4.893
Estaduais	-304	385
Municipais	-214	-231
Total[3]	1.457	32.272
% PIB	0,19	3,90

Fonte: Banco Central.

[1]Inclui o resultado do Banco Central e a discrepância estatística registrada até setembro entre os dados do BC e do Tesouro. [2]Dados até setembro. [3]Supondo um resultado primário nulo de estados e municípios e das empresas estatais em outubro. (-) = Déficit.

viar a situação financeira dos Estados. O anúncio foi bem recebido no meio político e contribuiu, naquele momento, para melhorar também o ambiente econômico, ao desanuviar o clima de tensão que se havia estabelecido no relacionamento entre o governo federal e os Estados. Por outro lado, surgiram alguns questionamentos sobre os possíveis custos fiscais do conjunto de concessões feitas.

Ao analisar as propostas em maiores detalhes, constata-se que as medidas adotadas encaixam-se dentro da margem de manobra permitida pela diferença entre o superávit primário que resultaria do cumprimento, *strictu sensu*, sem quaisquer concessões, dos acordos de renegociação das dívidas estaduais – da ordem de 1% do PIB para o agregado de estados e municípios – e o superávit comprometido no acordo com o FMI para o ano que vem para a esfera estadual e municipal, de 0,5% do PIB.

As medidas mais importantes podem ser agrupadas em 4 categorias:

a) medidas sem efeito fiscal líquido:

- utilização de depósitos judiciais pelos Tesouros estaduais, de forma análoga ao que ocorre no âmbito federal;
- suspensão da exigibilidade do cumprimento do limite de 12% da Receita Corrente Líquida para despesas com aposentados e pensionistas;
- utilização de 90% dos ágios conseguidos na privatização de estatais para capitalização de fundos previdenciários.

A primeira medida gera maiores receitas para os Estados, que serão provavelmente gastas, com efeito neutro sobre os seus respectivos déficits. A segunda, por sua vez, não era até agora cumprida na prática, de modo que corresponde ao reconhecimento de uma situação de fato. Finalmente, no caso do terceiro item, o que ocorreria seria um provisionamento para a formação de um fundo, de modo que a apropriação do ágio pelo Estado não deveria corresponder, a princípio, a uma fonte de despesa.

b) medidas com efeito fiscal temporário:

- antecipação de recursos, no início do ano 2000, no valor de R$ 800 milhões, para compensar prejuízos com a Lei Kandir, sob a forma de empréstimo, a ser amortizado no mesmo exercício, no segundo semestre do ano, com efeito fiscal nulo no ano como um todo.

Se o pagamento não for renegociado, isso corresponde a um alívio temporário de caixa, em uma fase do ano na qual o nível de atividade – e conseqüentemente a receita – é sazonalmente baixa.

c) medidas com efeito fiscal potencial, ainda incerto:

- avaliação de propostas feitas no sentido de que a Lei Kandir seja revogada;
- avaliação de qualquer proposta dos governadores, desde que os desembolsos federais não ultrapassem R$ R$ 3,9 bilhões;
- aplicação da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) aos débitos dos estados e municípios com o INSS.

Não serão pelas concessões feitas em outubro que as metas fiscais referentes aos estados e municípios deixarão de ser cumpridas.

No caso dos dois primeiros pontos, trata-se apenas de uma promessa de consideração dos temas. Cabe ressaltar, contudo, que não há nenhum compromisso de que as propostas feitas pelos Governadores sejam acatadas. Por outro lado, o terceiro ponto tem efeito neutro sobre o setor público como um todo, embora seja prejudicial ao governo central – a extensão disso vai depender da taxa de juros de mercado a vigorar no futuro. De qualquer forma, no caso de débitos que não estejam sendo pagos, em termos de caixa, não muda nada, alterando-se apenas o valor contábil resultante da inadimplência.

d) medidas que aumentam as Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP):

- não extensão do Fundo de Estabilização Fiscal (FEF) no que diz respeito à retenção de transferências a estados e municípios;
- edição de Medida Provisória (MP) autorizando a restituição das transferências dos estados ao FEF, referentes ao último trimestre de 1999, ao longo do ano 2000. Nesse caso, a primeira medida de fato aumenta o déficit, pois implica elevar as transferências aos Estados – e o gasto destes – diminuindo portanto a receita líquida do governo central. Porém, a iniciativa não representou novidade alguma, pois correspondia a um compromisso político que já tinha sido assumido anteriormente.

A devolução de parte dos recursos do FEF de 1999 é também negativa no superávit primário previsto para o ano que vem. Mas como já estava acertado que a devolução seria feita em três anos e a parcela do FEF referente a estados e municípios em 1999 representará, no ano em curso, algo em torno de 0,22% do PIB, a antecipação da devolução de 1/4 disso em um único ano ao invés de três onerará as contas públicas, em relação à previsão que se tinha anteriormente, em (1/4) x (2/3) x 0,22 = 0,04% do PIB. Para que se tenha uma idéia da importância relativa do valor, isso equivale a apenas 1% do OCC previsto para o ano 2000, o que significa que o governo poderá tomar medidas compensatórias sem maiores problemas.

Conclui-se, então, que não serão pelas concessões feitas em outubro que as metas fiscais referentes aos estados e municípios deixarão de ser cumpridas. ■

FATOR DE DESCONTO PLENO, APÓS 5 ANOS (%)[1]

Tempo de contribuição		Idade de aposentadoria				
Homens	Mulheres	46	50	55	60	65
35	30	39,5	29,8	14,2	-7,2	-37,8
36	31	37,6	27,7	11,6	-10,5	-41,9
37	32	35,7	25,5	8,9	-13,8	-46,1
38	33	33,9	23,3	6,3	-17	-50,4
39	34	32,0	21,2	3,7	-20,3	-54,6
40	35	30,1	19,0	1,0	-23,6	-58,8

[1]Um fator de desconto negativo implica um "plus" da mesma proporção na aposentadoria.

De que forma a política monetária pode ajudar a resolver problemas como pobreza e distribuição de renda? Afrouxar o controle monetário resolve?

Política Monetária

Política monetária, pobreza *e* distribuição *de* renda

RUBENS CYSNE
Professor da Fundação Getulio Vargas

Atribui-se a Joseph A. Schumpeter o dito de que os economistas escrevem sobre os assuntos que mais diretamente os afligem. Se este pressuposto é verdadeiro, os economistas, e por tabela os jornalistas brasileiros, deveriam escrever ainda mais sobre pobreza e distribuição de renda. Bulir (1998) apresenta dados sobre 75 países para mostrar que o Brasil lidera o ranking mundial do índice de concentração de Gini, com um valor de 0,633 (IBGE,1992) contra 0,615 em 1990. Em segundo, terceiro e quarto lugares na classificação de Bulir seguem o Gabão (0,630), a Nigéria (0,600) e a Tanzânia (0,590), países que não costumam despertar inveja pelas suas estatísticas econômicas.

Neste artigo deixaremos temporariamente de lado as evidentes raízes históricas e educacionais dos nossos problemas sociais para analisarmos esta questão sob um prisma menos usual. Sendo a moeda uma variável de fácil manuseio e largo espectro, cabe indagar de que forma a política monetária pode ajudar a resolver problemas de pobreza e distribuição de renda. Antes de passarmos aos detalhes da questão, antecipamos a conclusão: política monetária não resolve os problemas de pobreza e má distribuição de renda, mas pode evitar que eles se agravem.

Romer e Romer (1998) utilizam ora séries temporais da economia americana, ora dados em *cross-section* relativos a vários países, para concluir que os efeitos da política monetária sobre pobreza e distribuição de renda dependem fundamentalmente do horizonte de tempo considerado. No curto prazo, pode-se conseguir algum alívio temporário desses problemas sociais por meio do afrouxamento dos controles monetários. Isto se dá por meio dos benefícios passageiros oriundos da queda do desemprego e da elevação de salários reais, que neste caso costumam beneficiar relativamente os mais pobres. No médio e longo prazos, entretanto, fica claro que políticas monetárias pretensiosamente abonadoras acabam por se tornar desajeitadamente concentradoras. Com o passar do tempo, perdem mais os mais pobres, relativamente aos mais aquinhoados, por pelo menos cinco motivos. Dois desses motivos são de mais curto prazo, e relacionados ao ciclo econômico. Os outros três são de mais longo prazo, relacionados à inflação usualmente decorrente do pseudodistributivismo monetário.

Primeiro, perdem os mais pobres porque os ganhos associados à euforia monetária costumam ser inferiores às perdas associadas à fase posterior de controle da inflação. Lemgruber (1980) e Debelle e Laxton (1997) abordam esse tipo de problema, o primeiro com bastante pioneirismo e especificamente para o caso brasileiro. Segundo, os mais pobres per-

dem mais devido ao fato de, usualmente, situarem-se entre os menos preparados para enfrentar mudanças. Em situações de instabilidade, no caso aquela decorrente do ativismo monetário, aqueles que detêm menos informações, educação formal e disponibilidade financeira são os mais negativamente afetados. Terceiro, durante todo o interregno inflacionário, os mais pobres têm menos acesso a moedas remuneradas e por conseguinte perdem mais tempo com transações e pagam maiores juros reais (ou recebem juros reais mais negativos) sobre seus ativos monetários. Quarto, perdem mais os mais pobres porque a inflação gera uma instabilidade que usualmente eleva os riscos, reduz os investimentos e, por conseguinte, reduz também a relação salários/lucros + juros. Quinto, perdem relativamente os mais pobres porque a incerteza também reduz investimentos em capital humano, um dos fatores mais importantes para a redução de iniqüidades.

Ou seja, a tentativa de se resolverem problemas de pobreza e distribuição de renda por intermédio de uma política monetária ativa que incentive o emprego e os salários no curto prazo costuma se mostrar exageradamente míope e perigosamente inepta. O paralelo com políticas de sobrevalorização cambial é imediato. O alívio passageiro de pobreza só serve para engordar o manancial das estatísticas favoráveis calculadas com miopia congênere, que creditam os ganhos passageiros do presente, mas esquecem de debitar as perdas futuras. A conclusão, como não poderia deixar de ser, é que política monetária que beneficia os mais pobres é aquela que mantém preços estáveis ao longo dos anos.

Várias são as evidências empíricas de que políticas monetárias mais folgadas acabam por deteriorar a distribuição de renda. Para o Brasil, podem-se citar os trabalhos de Bonelli e Ramos (1996) e Hoffman (1995).

Entretanto, cabe observar as restrições colocadas por Sachs (1989) relativas a evidências empíricas que correlacionam má distribuição de renda e pobreza com inflação. Segundo esse autor, podem-se utilizar essas evidências como subsídio a uma argumentação com causalidade reversa: a pobreza e a má distribuição de renda é que poderiam estar dando origem a pressões políticas que, por sua vez, implicariam descontrole monetário e inflação. Ocorre que, independentemente desta discussão, as ações de política econômica deverão necessariamente centrar-se na variável mais facilmente controlável, que no caso é a política monetária. De fato, é exatamente devido ao foco sobre a controlabilidade que existem comitês como o Copom (Comitê de Política Monetária), mas não se inventou ainda um Copoc (Comitê da Política de Concentração de Renda). O receituário de uma política monetária que mantenha preços estáveis para minorar os problemas sociais independe de conclusões a respeito de causalidades.

A política econômica deve centrar-se na política monetária.

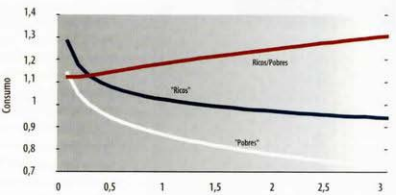
Moeda remunerada

Cysne, Maldonado e Monteiro (1999) concentram-se na questão do acesso diferenciado à moeda remunerada para demonstrar formalmente a correlação positiva entre a inflação e o índice de concentração de Gini. No estudo desses autores, admite-se que os agentes econômicos possuam diferentes produtividades no trabalho, e que o acesso ao mercado financeiro apenas se dê para aqueles que apresentam produtividades acima de um certo limite. Esta hipótese representa uma aproximação para o resultado constatado por Mulligan (1996), para os Estados Unidos, de que uma das variáveis que explica a utilização do sistema financeiro é o grau de instrução de cada um, que no caso se presume correlacionado com a produtividade. Para simplificar a exposição, Cysne, Maldonado e Monteiro definem como "pobres" os agentes econômicos com produtividade inferior à produtividade-limite que permite acesso ao sistema financeiro. E como "ricos", os com produtividade superior a este limite, e que portanto dispõem de acesso a ativos financeiros outros que não apenas moeda.

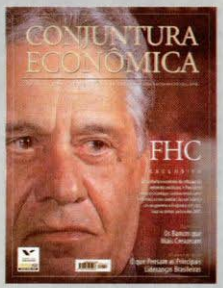
Com base nessas hipóteses, esses autores mostram que tanto os pobres quanto os ricos perdem com a inflação, e que os pobres perdem relativamente mais que os ricos. Isto fica claro no gráfico, onde se observa que o consumo de ambos os grupos cai com a inflação, mas que a posição relativa dos ricos em relação aos pobres melhora quando os preços sobem mais rapidamente.

Ambos os grupos perdem, ou seja, o consumo de pobres e ricos diminui porque quando a inflação se eleva recursos produtivos são desviados para o sistema financeiro, reduzin-

INFLAÇÃO E DISTRIBUIÇÃO DE RENDA



Análise
econômica
com
credibilidade



Leia em
CONJUNTURA
ECONÔMICA

EXCLUSIVO PARA ASSINANTES

ACESSO LIVRE AOS BANCOS DE DADOS
CONJUNTURA ESTATÍSTICA E ÍNDICES ECONÔMICOS
NA INTERNET

CENTRAL DE ATENDIMENTO AO ASSINANTE
0800-21-7777
Fax: (0xx21) 559-5541 • E-mail: assine@fgv.br
http://www.fgv.br/conjuntura.htm

do a produção de bens e serviços não-financeiros da economia como um todo[1]. Por outro lado, perdem mais os pobres do que os ricos porque os pobres não dispõem da mesma tecnologia de trocas que os ricos na condução de suas transações. Quando a inflação é nula, esta diferença de tecnologias não traz conseqüências tão relevantes. Mas à medida que a inflação se eleva, o fato de alguns disporem de moeda remunerada e outros não provoca assimetrias significativas na evolução da renda e do consumo dos dois grupos.

Admite-se também neste estudo que os recolhimentos compulsórios efetuados à ordem do Banco Central sejam sempre não remunerados por esta autarquia, e que o sistema financeiro opere de forma competitiva. Sob essas hipóteses, para uma dada inflação, os pobres não são afetados em seu bem-estar quando de variações das alíquotas de recolhimento compulsório sobre contas remuneradas. Os ricos, entretanto, perdem com a elevação de compulsórios sobre as contas remuneradas, pois passam a receber juros mais baixos. Conclui-se daí que, à medida que a inflação se eleva, a perda relativa dos pobres em relação aos ricos será tão menor quanto mais elevadas forem as alíquotas de recolhimento compulsório sobre as contas remuneradas. Trata-se, entretanto, de uma equalização de segunda categoria, pois o nivelamento é feito mediante empobrecimento coletivo. Nada que se compare à equalização obtida por meio da estabilidade de preços.

[1] A este respeito, veja Yoshino (1993) ou Aiyagari, Braun e Eckstein (1998).

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Aiyagari, S. Rao; Braun, R. Anton and Eckstein, Zvi (1998). *Transaction services, inflation, and welfare, journal of political economy*, vol. 106, nº 6.

Bonelli, R. e Ramos, L. (1996). *Income distribution in Brazil: Na evaluation of long-term trends and changes in inequalities since the mid-1970s*, em Estudos Sociais e do Trabalho, IPEA, vol. 1.

Bulir, Ales (1998). *Income inequality: does inflation matter?* International Monetary Fund, Working Paper 98/7.

_____, Maldonado, Wilfredo e Monteiro, Paulo Klinger (1999). Modelling the effects of inflation on income distribution, Working Paper, FGV-University of Chicago.

Debelle, Guy e Laxton , D. (1997). *Is the Phillips curve really a curve? Some evidence of Canada, the United Kingdom and The United States*. IMF Staff Papers, 44 (June), p. 249-282.

Hoffman, R. (1995). *Desigualdade e pobreza no Brasil no período 1979-90*. Em Cysne, Rubens Penha (Editor), *Anais do seminário Desenvolvimento, Distribuição de Renda e Economia do Trabalho*, FGV/MIT, *Revista Brasileira de Economia*, vol. 49, nº 2.

IBGE (1992). *Pesquisa nacional por amostra de domicílios*.

Lemgruber, Antonio Carlos (1980). *Real output-inflation trade offs, monetary growth and rational expectations in Brazil in 1950-79*. Anais do II Encontro Brasileiro de Economia, Nova Friburgo.

Mulligan, Casey B. and Sala-i-Martin, Xavier X. (1996). *Adoption of financial technologies: implications for money demand and monetary policy*, National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper, 5504.

Romer, Christina D. and Romer, David H. (1998). *Monetary policy and the well-being of the poor*. National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper, 6793.

Sachs, J. D. (1989). *Social conflict and populist policies in Latin America*. NBER Working Paper, 2897 (March).

Yoshino, J. A. (1993). *Money and banking regulation: the welfare costs of inflation*, Ph.D. dissertation (Department of Economics, University of Chicago, Chicago, IL).



Projeções macroeconômicas

2000	Otimista	Moderado	Conservador
IGP-DI – em 12 meses (%)	8,00	8,60	9,20
IPCA – em 12 meses (%)	6,60	6,80	7,00
Variação do PIB (%)	3,40	3,10	2,80
Taxa Selic – Janeiro (% anual)	18,75	19,00	19,25
Taxa Selic – Média (% anual)	16,30	16,90	17,50
Taxa de Câmbio – dezembro (R$/US$)	1,90	1,95	2,00
Exportações – Jan./dez. 1999 (US$ bilhões)	54,30	53,90	53,50
Importações –Jan./dez. 1999 (US$ bilhões)	49,90	50,30	50,70
Saldo da balança comercial (US$ bilhões)	4,40	3,60	2,80
Taxa de desemprego – IBGE - 30 dias (%)	7,20	7,50	7,80
Déficit em conta Corrrente (US$ bilhões)	22,60	23,10	23,60
Superávit primário do setor público (% do PIB)	3,20	3,00	2,80
Déficit nominal do setor público (% do PIB)	4,00	4,30	4,60
Reservas internacionais (US$ bilhões)	37,50	36,80	36,10
Investimento direto (US$ bilhões)	23,00	22,30	21,60

Projeções realizadas entre os dias 21 e 23 de dezembro de 1999, junto a nove instituições financeiras.

Primeiro cenário para o ano 2000

Nesta edição estamos inaugurando uma nova apresentação de nossa sondagem junto às instituições financeiras. A principal novidade é a divisão das projeções em cenários otimistas, moderados e conservadores. A variação em torno da média (cenário moderado) é calculada, tendo em vista a dispersão das opiniões nas diferentes instituições financeiras. Além disso, pela primeira vez estamos levantando projeções de volume de reservas internacionais e investimentos diretos.

As expectativas para 2000 são otimistas no cenário macroeconômico de forma geral. Para isso contribuíram os resultados positivos alcançados no ano de 1999 que apresentaram dados melhores do que o esperado inicialmente.

As projeções iniciais indicam que a economia voltará a apresentar um crescimento significativo (na casa de 3% ao ano) e o IPCA – índice de inflação que serve de parâmetro junto ao FMI – ficará dentro da meta estabelecida pelo governo devendo fechar o ano entre 6,6 % e 7%. Além disso, é possível notar uma queda considerável no IGP-DI (que em 1999 registrou variação em torno de 20%). Isto pode ser entendido como um resultado da menor variação cambial em 2000, repercutindo em menores reajustes nos preços no atacado, responsável por 60% no cálculo do IGP.

No que se refere aos juros, há um consenso geral de que as taxas deverão cair gradualmente no próximo ano. O Banco Central, no entanto, continuará com o conservadorismo na política monetária, uma vez que a economia não comporta uma volatilidade expressiva dos juros. Nesse sentido um cenário moderado aponta para uma taxa de juros média Selic de 16,9% ao ano contra uma taxa média de 24% em 1999. Os números relativos ao cenário externo evidenciam que deverá haver uma melhora do saldo da balança comercial, motivada pelo aumento de preços *commodities* no mercado internacional e, também, pela expansão do índice *quantum* relativo às exportações, fenômeno que vem sendo observado desde agosto do ano passado.

A balança comercial deverá apresentar um superávit ao redor de US$ 3,6 bilhões e o déficit em conta corrente poderá ser financiado quase que integralmente pelos investimentos diretos. Finalmente, o programa de ajuste fiscal deverá continuar a apresentar bons resultados. No entanto, cabe lembrar que como grande parte do esforço fiscal vem se dando por meio das receitas extraordinárias é imprescindível que o governo concretize a Reforma Tributária.

Elena Soibet e Pedro Quaresma
IBRE/FGV
esoibet@fgv.br e quaresma@fgv.br



O ajuste fiscal conseguido até agora é louvável, mas não se sustenta porque foi conseguido por meio de um aumento brutal da carga tributária. Mas para 2000 as previsões são otimistas: o Brasil deverá crescer 3,2%, o dólar ficará entre R$1,75 e R$1,85, a balança comercial terá superávit de US$5 bilhões, as necessidades brutas de financiamento externo cairão US$30 bilhões e a taxa de juros deverá fechar o ano em 16%.

As previsões são do economista Paulo Leme, diretor geral de Pesquisa Econômica da Goldman, Sachs.

O ajuste fiscal parece ter sido bem-sucedido em 1999. Contudo, parcela expressiva do ajuste deveu-se a receitas extraordinárias que não estarão disponíveis nos próximos anos. O que esperar do cenário fiscal para 2000? Será possível atender às metas do acordo com o FMI?

Em linhas gerais, acredito que o governo será capaz de cumprir as metas fiscais acordadas com o FMI, tanto para atingir um superávit primário equivalente a 3,25% do PIB, como também para reduzir a dívida pública líquida para menos de 47% do PIB. A razão mais importante é o reconhecimento, pela equipe econômica, da importância de reduzir os desequilíbrios fiscais, sem o qual não será possível manter uma taxa de crescimento do PIB acima de 4% ao ano sem um aumento da inflação e sem novos desequilíbrios no balanço de pagamentos. Para isso, é necessário aumentar o superávit primário fiscal acima de 3% do PIB e, mais importante ainda, retomar o programa de privatizações para que, desta forma, o ajuste possa ser respaldado por uma redução do estoque da dívida pública. Para aumentar o superávit primário, a equipe econômica contará com um aumento da arrecadação resultante de uma taxa de crescimento do PIB de 3,2%. No entanto, o governo terá que cortar os gastos em aproximadamente 0,8% do PIB, cortes estes destinados a compensar um déficit na conta petróleo, causado pelo aumento do preço (projetando o preço do WTI a US$25 por barril).

MENOS APERTO

Que outros cortes serão necessários?

Após o ano 2000, o governo terá que reduzir com mais rigor o déficit dos sistemas previdenciários, pois as reformas aprovadas e em vias de aprovação no Congresso não serão suficientes. Portanto, a redução dos desequilíbrios fiscais continuará a dominar a pauta política do governo Fernando Henrique Cardoso. O que foi alcançado em matéria de ajuste até o momento é louvável, porém não é sustentável, particularmente porque o mecanismo de ajuste foi centrado num aumento asfixiante da carga tributária. Qualquer esmorecimento no plano fiscal poderia levar a uma nova crise financeira.

E o resultado das contas dos estados e municípios? Comprometerá o ajuste fiscal, mesmo que a questão das receitas extraordinárias seja adequadamente resolvida?

Os Estados continuarão estrangulados pela falta de financiamento. Desta forma, no pior dos casos, apresentarão equilíbrio ou um pequeno superávit primário, por volta de 0,5% do PIB. No entanto, isto não é nem suficiente nem sustentável ao longo do tempo. O governo tem que pressionar os Estados para que estes usem a reforma administrativa para demitir pessoal, reduzindo dessa forma sua insustentável folha de pagamentos. O outro elemento importante da equação das finanças dos estados é a capitalização dos seus sistemas previdenciários, o que novamente exigirá a redução dos benefícios líquidos dos servidores estaduais aposentados. Temo que isto seja politicamente inviável.

Como se comportará a taxa de câmbio em 2000?

Parto do princípio de que hoje a taxa real efetiva de câmbio está subvalorizada em aproximadamente 20%. Nos próximos 24 meses essa subvalorização desaparecerá, seja mediante apreciação da taxa nominal de câmbio, ou por meio da inflação. Nos próximos seis meses, os fluxos cambiais indicam que o mecanismo cambial deverá predominar. Isso porque o saldo cambial deverá melhorar significativamente no primeiro trimestre do ano, sendo que os usos de divisas cairão em aproximadamente US$10 bilhões em relação ao quarto trimestre de 1999. Isso se deve a uma virada no déficit da balança comercial, a pequenos superávits crescentes a partir de fevereiro e a uma redução das amortizações, que cairão de uma média de quase US$3,5 bilhões por mês no quarto trimestre de 1999 para US$1,2 bilhão no primeiro trimestre de 2000. Portanto, o uso de divisas cairá muito. Acredito também que as fontes de financiamento externo aumentarão, principalmente no que diz respeito a uma maior capacidade de captação no mercado de bônus internacional, um aumento das linhas de curto prazo do comércio e um aumento dos fluxos de *portfólio*, com investidores estrangeiros aumentando posições nas bolsas. Esses fatores levarão a um câmbio de R$1,75 por dólar. Neste ponto acredito que o Banco Central entrará no mercado comprando divisas, para fortalecer sua posição de reservas líquidas e aumentar sua munição para evitar um pulo do câmbio no quarto trimestre de 2000. A partir do segundo semestre do

ano, os fluxos cambiais pioram um pouco, devido à piora sazonal da balança no quarto trimestre e à concentração dos vencimentos da dívida externa. Assim sendo, acredito que a taxa de câmbio fechará o ano 2000 ligeiramente abaixo de US$1,85 por dólar, um resultado aceitável do ponto de vista das contas fiscais e da inflação. Vale ressaltar que quanto mais conservador e cauteloso for o BACEN na condução da política monetária, menores serão as taxas de câmbio e de inflação no fim do ano 2000. Acho que o BACEN já aprendeu no fim do ano passado que reduções bruscas da taxa de juros podem ser compreensíveis devido ao seus ganhos fiscais e de crescimento, porém juros baixos derrubam o câmbio e alimentam a inflação.

Incentivar a livre flutuação num mercado sem liquidez e ao mesmo tempo afrouxando a política monetária só pode acabar em inflação

O cronograma de amortizações do balanço de pagamentos é muito favorável em 2000, relativamente a 1999. Que repercussões esperar sobre a taxa de câmbio?
A redução do cronograma de amortizações será, juntamente com o superávit de US$5 bilhões na balança comercial, uma das razões fundamentais para evitar uma nova rodada de desvalorizações como assistimos no quarto trimestre de 1999. As necessidades brutas de financiamento externo (a soma do déficit em transações correntes mais as amortizações) cairão de US$75 bilhões em 1999 para US$47 bilhões no ano 2000. O financiamento externo também deverá ser favorecido por investimentos diretos em torno de US$25 bilhões e um aumento dos fluxos de endividamento. Concluindo, a queda das amortizações deverá evitar novas desvalorizações, um elemento importante para evitar novas surpresas inflacionárias desagradáveis.

Quanto à inflação, há duas correntes distintas hoje no Brasil. A primeira afirma que a inflação está de volta, na medida em que os índices de preços ao consumidor tenderão a crescer para atingir a variação dos IPAs. A segunda diz que não há qualquer razão para que isso aconteça, já que ocorreu na verdade uma mudança de preços relativos, capturada pelos IPAs, onde é maior o peso de *non-tradables*. Como vê o processo inflacionário nesse início de ano e para 2000 como um todo?
O que houve foi uma mistura das duas coisas. Houve de fato uma mudança de preços relativos e choques temporários de oferta, seja no preço dos combustíveis, como também dos alimentos. Ao mesmo tempo, o BACEN afrouxou a política monetária muito rapidamente no terceiro trimestre quando sabia que viria uma muralha de vencimentos da dívida externa no quarto trimestre. Dessa forma, acredito que tivemos uma fuga do real, facilitada pelo combustível de taxas de juros mais baixas e cortes do compulsório. Estes fatores dispararam o câmbio e a inflação, tanto no atacado como no varejo. No entanto, acredito que a bolha estourou em função de uma política acertada de intervenção no mercado de câmbio respaldada por uma postura monetária mais conservadora. A verdade é que a âncora cambial continua sendo muito importante na formação de preços no Brasil. Incentivar a livre flutuação num mercado sem liquidez e ao mesmo tempo afrouxando a política monetária só pode acabar em inflação. Felizmente, o BACEN corrigiu ambas a tempo. Caso o BACEN mantenha essa postura cautelosa, acredito que o pior da inflação já passou, sendo possível antecipar uma taxa ligeiramente acima de 7,5% para o IPCA para o ano 2000.

Finalmente, qual será o comportamento da taxa de juros em 2000?
Para o primeiro trimestre, acredito que o BACEN manterá a SELIC em 19%. Caso a taxa de câmbio se valorize a R$1,75, haverá espaço para o BACEN começar a cortar a taxa de juros a partir de março, reduzindo portanto a SELIC de 19% para 16% até o final do ano 2000.



Ações
A performance dos Fundos

O Centro de Estudos de Finanças do IBRE traz para o leitor uma análise concisa, objetiva e independente das características da indústria de fundos de ações, em quatro seções: conjuntura, análise da performance, entrevista e artigo técnico

FINANÇAS

Nos meses de Novembro e Dezembro (até 8/12) os fundos de ações, formados pelos segmentos FMIA (Fundos Mútuos de Investimentos em Ações) e Carteira livre, voltaram a ter captação líquida positiva, de R$639 milhões e R$169 milhões respectivamente, mostrando uma reversão da tendência de saída líquida de recursos, que atingiu R$1.307 milhões até outubro[1]. Segundo fontes do mercado, este movimento se deve especialmente a investidores domésticos, investidores institucionais e captação de recursos nas áreas de *private banking* dos principais bancos. Esse resultado de captação líquida negativa também ocorreu na categoria de fundos cambiais, com R$78,26 milhões no ano. Pode-se notar que os fundos cambiais captaram mais fortemente nos meses de janeiro e agosto, acompanhando os dois movimentos de alta do dólar no ano e tiveram resgates em fevereiro e março, mostrando uma realização no primeiro movimento de alta. Já os fundos de renda fixa tiveram captação líquida positiva no ano, totalizando R$21,5 bilhões. No gráfico 1 observamos as captações mês a mês das três categorias.

Em meados de dezembro a indústria de fundos de investimentos no Brasil contava com aproximadamente R$205 bilhões, dentre os quais cerca de R$186 bilhões em aplicações em FIF's de renda fixa, R$1,8 bilhão em FIF's cambiais, e R$17 bilhões em fundos de ações. A indústria ainda é bastante concentrada em fundos de renda fixa, refletindo, entre outras coisas, o longo período de taxas de juros elevadas por que passou a economia brasileira.

No gráfico 2 observamos a evolução dos patrimônios das categorias ações, FIF — (DI e renda fixa apenas) — e fundos cambiais.

Até meados de dezembro, os fundos de ações se destacaram com retorno de 49,7% acumulado no ano, sendo 101,33% para os fundos FMIA e 45,99% dos fundos de Carteira Livre. A menor rentabilidade dos Carteira Livre se deve à performance média dos fundos setoriais e de outros fundos que não têm um *benchmark* bem definido, já que os fundos que buscaram acompanhar o Ibovespa ou o IBA renderam, respectivamente, 103% e 101% no período.

Os fundos cambiais que no mês de janeiro, devido à desvalorização cambial, ofereceram em média uma rentabilidade de 58,45%, no acumulado do ano renderam 81,96%. Já os FIF's renda fixa renderam em média 23,67% e os FIF-DI (fundos pós-fixados) obtiveram 23,53% no ano. Estas duas categorias ficaram menos diferenciadas com a introdução da liquidez diária para fundos de renda fixa, devendo manter perfil de rentabilidade semelhante.

No começo de dezembro os patrimônios dessas cinco categorias respondiam juntas por cerca de 78% do patrimônio total da indústria de fundos. A tabela a seguir mostra a rentabilidade mês a mês de cada categoria, com os seus índices de referência.

As perspectivas para este início de ano são, até o momento, positivas para os fundos de renda variável. Espera-se uma migração de recursos dos fundos de renda fixa

Gráfico 1
CAPTAÇÃO LÍQUIDA
(EM R$ BILHÕES)

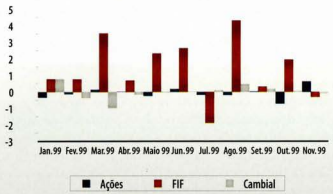
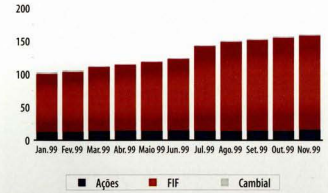


Gráfico 2
EVOLUÇÃO DO PL
(EM R$ BILHÕES)



O recente movimento de alta tem como base a realocação de recursos dos investidores domésticos

	Ações[1] (%)	Ações[2] (%)	Ações total (%)	FIF (%)	Cambial (%)	Ibovespa (%)	CDI (%)	Dólar (%)
Jan. 99	15,50	8,17	11,43	2,27	58,45	20,45	2,17	64,08
Fev. 99	3,72	1,84	2,68	2,31	1,09	9,04	2,35	4,11
Mar. 99	12,17	6,97	9,35	3,05	-11,81	20,04	3,29	-16,60
Abr. 99	4,14	2,26	3,12	2,25	0,42	6,11	2,28	-3,56
Maio 99	-1,66	0,39	-0,53	1,97	4,58	-2,30	1,96	3,81
Jun. 99	3,26	0,07	1,57	1,64	3,85	4,84	1,63	2,64
Jul. 99	-4,14	-1,25	-2,59	1,51	3,06	-10,19	1,62	1,11
Ago. 99	0,89	1,11	1,01	1,50	7,79	1,18	1,55	7,08
Set. 99	4,81	1,27	2,89	1,43	1,36	5,13	1,47	0,33
Out. 99	2,74	2,07	2,40	1,34	0,51	5,35	1,37	1,60
Nov. 99	9,76	6,93	8,35	1,33	-0,67	17,76	1,37	-1,55

Ações[1]– Fundos de FMIA e carteira livre que buscam acompanhar os índices Ibovespa, IBA ou IBX.
Ações[2] – Outros fundos FMIA e de carteira livre, incluindo fundos setoriais.

para essa categoria, com potencial para aumentar a sua participação dos atuais 8,9% para cerca de 18% no ano. As expectativas de queda do juro real, recuperação da atividade econômica (refletindo-se no balanço das empresas) e fluxo de investidores externos para o mercado acionário após a virada do ano são razões para esse otimismo, que é apoiado pela manutenção de um clima externo tranqüilo. Haverá uma busca por melhor rentabilidade e o mercado acionário se apresenta como uma boa alternativa. Os bancos estrangeiros têm recomendado investimentos no país e os fundos de pensão ainda têm espaço para alocações em renda variável.

Em janeiro as administradoras devem ajustar os seus fundos de renda variável para a nova legislação, que define os fundos de investimento em títulos e valores mobiliários. Ainda não se sabe se o prazo será prorrogado novamente, mas o investidor deve ficar atento. Essa nova legislação traz mudanças, como a exigência da divulgação de informações sobre o perfil de investimento dos fundos, e a restrição, polêmica, de só permitir a cobrança de taxa de performance para investidores qualificados.

Discute-se muito sobre investimentos em empresas de Internet. Só que ainda não existem empresas dedicadas à Internet disponíveis em bolsa, porém algumas poderão ter benefícios indiretos com este novo canal de distribuição, como livrarias, bancos, varejo etc. A questão é escolher os vencedores. Os fundos têm a restrição de só poderem investir em mercados organizados e, portanto, nesta fase inicial, os investimentos nestas empresas virão por meio de fundos *private equity*. Em breve deverão surgir IPOs (*Initial Public Offering*), disponibilizando alguns destes investimentos para os fundos de renda variável.■

[1]Os dados são do volume dos fundos registrados na Anbid. Portanto, o registro de fundos que não constavam da lista aparece como captações.

Artigo escrito em 16/12/1999.

PATRIMÔNIO LÍQUIDO

	Fundos	Patrimônio (R$ milhões)	Posição	Retorno (%)	Posição	Volatilidade (%)	Posição	Alfa (%)	Posição	Beta	Posição	R2 (%)	Posição
1	Dynamo Puma CL	459,8	(1)	40,83	(16)	11,60	(194)	0,78	(9)	0,31	(191)	54,66	(181)
2	Opportunity Lógica II	303.5	(2)	36,63	(25)	26,83	(30)	0,35	(31)*	0,84	(81)	78,79	(156)
3	Brasil Private Equity	258,8	(3)	4,15	(194)	2,85	(196)	-0,24	(189)	0,08	(196)	65,17	(173)
4	Bradesco Templeton FVL	189,9	(4)	29,61	(71)	16,86	(185)	0,47	(22)*	0,31	(190)	27,09	(192)
5	Bradesco F. Mútuo Ações	175,0	(5)	29,46	(72)	24,48	(108)	0,13	(74)*	0,84	(82)	93,72	(38)
6	Citiações	173,2	(6)	31,04	(55)	25,57	(71)	0,16	(65)*	0,86	(62)	91,48	(76)
7	Fator Sinergia Cart. Livre	168,9	(7)	64,02	(5)	20,51	(173)	1,26	(5)	0,52	(179)	50,36	(184)
8	Itaú Carteira Livre	164,2	(8)	30,13	(63)	28,54	(17)	0,08	(98)*	0,97	(7)	93,19	(48)
9	Itauações	163,0	(9)	39,06	(21)	22,90	(144)	0,45	(25)	0,77	(132)	89,84	(101)
10	Sonata	161,6	(10)	7,55	(192)	21,23	(170)	-0,23	(186)*	0,30	(194)	15,77	(194)
11	Caixa CL Índice	123,0	(11)	26,70	(105)	26,48	(38)	0,00	(134)*	0,91	(22)	95,04	(13)
12	BB Ações Índice	121,9	(12)	25,31	(129)	26,38	(44)	-0,04	(151)*	0,91	(24)	95,16	(7)
13	Unibanco Galileu – CL	113,4	(13)	18,55	(179)	21,62	(163)	-0,14	(179)*	0,72	(162)	88,04	(118)
14	BB Fundo de Ações	101,2	(14)	22,91	(154)	22,37	(152)	-0,03	(146)*	0,76	(135)	92,97	(53)
15	Unibanco Ações Blue	99,7	(15)	22,79	(156)	25,46	(78)	-0,10	(171)*	0,88	(48)	95,07	(12)
16	Unibanco Startegy CL	99,0	(16)	24,03	(144)	26,13	(52)	-0,06	(158)*	0,89	(40)	92,42	(62)
17	Boston Ações	87,6	(17)	24,14	(143)	26,43	(41)	-0,07	(160)*	0,91	(26)	94,43	(29)
18	Bradesco C. Livre Fácil	85,4	(18)	23,57	(150)	26,19	(49)	-0,09	(165)*	0,90	(31)	94,75	(22)
19	Boston CL	79,4	(19)	26,81	(103)	27,13	(25)	-0,01	(140)*	0,95	(14)	97,90	(2)
20	Citiações Livre FIQFMIA	71,1	(20)	32,43	(43)	26,38	(43)	0,19	(55)*	0,89	(39)	91,28	(80)
21	Dynamo Cougar	69,0	(21)	43,11	(13)	14,04	(189)	0,77	(10)	0,42	(185)	72,38	(168)
22	Bradesco Cart. Livre	67,4	(22)	20,44	(174)	25,42	(81)	-0,16	(181)*	0,86	(64)	91,72	(72)
23	IP Participações	66,7	(23)	37,12	(23)	12,60	(193)	0,65	(13)	0,36	(188)	63,66	(176)
24	CCF Ações	65,7	(24)	25,20	(132)	25,53	(72)	-0,02	(143)*	0,87	(57)	92,95	(54)
25	Opportunity Institucional	65,6	(25)	49,76	(8)	26,96	(27)	0,73	(11)	0,81	(110)	71,94	(171)

	Fundos	Sharpe a.a.	Posição	Treynor (%)	Posição	Timing	Posição	I. R. (%)	Posição	Alfa aj. (%)	Posição
1	Dynamo Puma CL	4,41	(1)	3,25	(2)	0,32	(22)*	69,96	(2)	2,56	(2)
2	Opportunity Lógica II	1,80	(39)	1,11	(36)	-0,15	(183)*	19,84	(49)	0,41	(36)
3	Brasil Private Equity	-3,30	(196)	-2,23	(196)	0,06	(104)*	-99,58	(196)	-2,92	(196)
4	Bradesco Templeton FVL	2,10	(22)	2,20	(10)	0,07	(103)*	22,96	(38)	1,51	(10)
5	Bradesco F.Mútuo Ações	1,50	(65)	0,85	(80)	-0,09	(172)*	14,95	(60)	0,16	(80)
6	Citiações	1,55	(61)	0,88	(66)	0,01	(139)*	15,44	(59)	0,19	(66)
7	Fator Sinergia Cart. Livre	4,07	(2)	3,13	(3)	-0,02	(151)*	61,17	(3)	2,44	(3)
8	Itaú Carteira Livre	1,36	(98)	0,77	(104)	-0,01	(149)*	7,13	(99)	0,08	(104)
9	Itauações	2,22	(19)	1,28	(26)	0,08	(89)*	43,32	(13)	0,59	(26)
10	Sonata	-0,06	(192)	-0,08	(192)	0,57	(5)*	-8,29	(165)	-0,77	(192)
11	Caixa CL Índice	1,24	(128)	0,70	(134)	0,00	(143)*	0,50	(134)	0,00	(134)
12	BB Ações Índice	1,16	(144)	0,65	(148)	0,02	(132)*	-4,51	(151)	-0,04	(148)
13	Unibanco Galileu – CL	0,85	(182)	0,50	(183)	-0,10	(173)*	-13,22	(179)	-0,20	(183)
14	BB Fundo de Ações	1,16	(145)	0,65	(147)	-0,06	(165)*	-3,40	(148)	-0,04	(147)
15	Unibanco Ações Blue	1,04	(164)	0,58	(167)	0,18	(55)*	-12,29	(177)	-0,11	(167)
16	Unibanco Startegy CL	1,09	(155)	0,62	(156)	0,17	(56)*	-6,20	(159)	-0,07	(156)
17	Boston Ações	1,09	(156)	0,61	(159)	-0,07	(167)*	-8,15	(164)	-0,08	(159)
18	Bradesco C. Livre Fácil	1,06	(161)	0,60	(163)	0,11	(78)*	-10,15	(173)	-0,10	(163)
19	Boston CL	1,23	(131)	0,68	(140)	0,01	(133)*	-2,56	(146)	-0,02	(140)
20	Citiações Livre FIQFMIA	1,59	(59)	0,91	(61)	0,07	(97)*	17,20	(56)	0,21	(61)
21	Dynamo Cougar	3,91	(3)	2,51	(5)	0,21	(48)	73,11	(1)	1,81	(5)
22	Bradesco Cart. Livre	0,89	(179)	0,50	(180)	-0,07	(168)*	-15,54	(185)	-0,19	(180)
23	IP Participações	3,66	(4)	2,50	(6)	0,28	(27)	59,59	(5)	1,81	(6)
24	CCF Ações	1,19	(141)	0,67	(144)	0,14	(63)*	-1,83	(142)	-0,02	(144)
25	Opportunity Institucional	2,48	(14)	1,59	(16)	0,07	(100)*	35,96	(19)	0,90	(16)

*Estatisticamente nulo ao nível de significância de 5%.

RENTABILIDADE

	Fundos	Patrimônio (R$ milhões)	Posição	Retorno (%)	Posição	Volatilidade (%)	Posição	Alfa (%)	Posição	Beta	Posição	R2 (%)	Posição
1	Itaú Insetonix	17,7	(92)	82,58	(1)	33,54	(6)	1,50	(2)	0,87	(55)	53,88	(182)
2	Majest CL	10,3	(131)	80,36	(2)	35,33	(4)	1,82	(1)*	0,34	(189)	7,60	(196)
3	Pactual Andrômeda	34,7	(46)	74,58	(3)	53,02	(1)	1,30	(3)*	1,07	(2)	32,92	(190)
4	Banrisul Performance	5,1	(196)	69,24	(4)	27,74	(23)	1,26	(4)	0,74	(149)	56,27	(179)
5	Fator Sinergia Cart. Livre	168,9	(7)	64,02	(5)	20,51	(173)	1,26	(5)	0,52	(179)	50,36	(184)
6	Opportunity Lógica – CL	47,6	(37)	53,52	(6)	25,68	(68)	0,86	(7)	0,76	(139)	69,21	(172)
7	Access	10,2	(133)	52,31	(7)	30,80	(8)	0,85	(8)*	0,75	(142)	47,60	(185)
8	Opportunity Institucional	65,6	(25)	49,76	(8)	26,96	(27)	0,73	(11)	0,81	(110)	71,94	(171)
9	Tríade Senior	7,9	(155)	47,97	(9)	17,84	(182)	0,91	(6)	0,43	(184)	45,99	(186)
10	Itaú PrivSelect	26,0	(68)	46,54	(10)	21,43	(167)	0,72	(12)	0,67	(166)	77,42	(159)
11	Safra Ações	28,0	(58)	43,91	(11)	26,67	(34)	0,54	(16)*	0,85	(69)	81,76	(148)
12	Opportunity I CL	33,2	(49)	43,89	(12)	28,73	(16)	0,51	(19)*	0,91	(21)	80,67	(151)
13	Dynamo Cougar	69,0	(21)	43,11	(13)	14,04	(189)	0,77	(10)	0,42	(185)	72,38	(168)
14	Safra Private	34,7	(45)	42,16	(14)	28,32	(19)	0,48	(21)*	0,89	(43)	78,17	(158)
15	Boston CL Valuation II	7,2	(160)	41,25	(15)	25,82	(61)	0,55	(15)*	0,73	(151)	64,09	(174)
16	Dynamo Puma CL	459,8	(1)	40,83	(16)	11,60	(194)	0,78	(9)	0,31	(191)	54,66	(181)
17	Avantage – CL	27,5	(61)	40,43	(17)	26,68	(32)	0,41	(26)*	0,90	(28)	91,70	(73)
18	Geração – CL	5,7	(182)	40,32	(18)	27,01	(26)	0,52	(17)*	0,74	(146)	60,13	(178)
19	LLoyds Equinox Source	6,7	(164)	40,17	(19)	21,70	(162)	0,50	(20)	0,73	(153)	90,46	(95)
20	Itaú Institucional CL	27,9	(59)	39,96	(20)	22,72	(149)	0,47	(24)	0,78	(129)	94,20	(34)
21	Itauações	163,0	(9)	39,06	(21)	22,90	(144)	0,45	(25)	0,77	(132)	89,84	(101)
22	Luxor Cart. Livre	47,3	(38)	38,82	(22)	19,71	(175)	0,52	(18)	0,64	(168)	85,34	(137)
23	IP Participações	66,7	(23)	37,12	(23)	12,60	(193)	0,65	(13)	0,36	(188)	63,66	(176)
24	IP Part. Institucional – CL	8,6	(144)	36,95	(24)	12,70	(192)	0,64	(14)	0,36	(187)	63,80	(175)
25	Opportunity Lógica II	303,5	(2)	36,63	(25)	26,83	(30)	0,35	(31)*	0,84	(81)	78,79	(156)

	Fundos	Sharpe a.a.	Posição	Treynor (%)	Posição	Timing	Posição	I. R. (%)	Posição	Alfa aj. (%)	Posição
1	Itaú Insetonix	3,25	(8)	2,41	(8)	-0,11	(174)*	46,30	(12)	1,72	(8)
2	Majest CL	3,02	(9)	5,98	(1)	0,72	(3)*	37,74	(17)	5,28	(1)
3	Pactual Andrômeda	2,01	(27)	1,91	(12)	0,34	(18)*	21,19	(42)	1,21	(12)
4	Banrisul Performance	3,31	(7)	2,41	(9)	0,99	(2)*	48,41	(10)	1,71	(9)
5	Fator Sinergia Cart. Livre	4,07	(2)	3,13	(3)	-0,02	(151)*	61,17	(3)	2,44	(3)
6	Opportunity Lógica - CL	2,78	(11)	1,83	(14)	-0,12	(175)*	42,33	(14)	1,13	(14)
7	Access	2,31	(16)	1,83	(13)	-0,34	(192)*	26,99	(29)	1,14	(13)
8	Opportunity Institucional	2,48	(14)	1,59	(16)	0,07	(100)*	35,96	(19)	0,90	(16)
9	Tríade Senior	3,50	(6)	2,82	(4)	-0,63	(195)	48,84	(9)	2,13	(4)
10	Itaú PrivSelect	2,85	(10)	1,77	(15)	-0,04	(159)*	49,58	(8)	1,08	(15)
11	Safra Ações	2,20	(20)	1,33	(24)	0,11	(76)*	33,41	(20)	0,63	(24)
12	Opportunity I CL	2,06	(25)	1,25	(28)	-0,08	(169)*	28,43	(27)	0,56	(28)
13	Dynamo Cougar	3,91	(3)	2,51	(5)	0,21	(48)	73,11	(1)	1,81	(5)
14	Safra Private	2,00	(28)	1,23	(29)	0,04	(119)*	25,55	(31)	0,54	(29)
15	Boston CL Valuation II	2,12	(21)	1,44	(19)	0,70	(4)*	25,03	(34)	0,75	(19)
16	Dynamo Puma CL	4,41	(1)	3,25	(2)	0,32	(22)*	69,96	(2)	2,56	(2)
17	Avantage - C. L.	2,01	(26)	1,15	(34)	0,34	(17)*	37,68	(18)	0,46	(34)
18	Geração - CL	1,98	(30)	1,40	(20)	-0,30	(191)*	21,53	(40)	0,70	(20)
19	LLoyds Equinox Source	2,41	(15)	1,38	(21)	-0,06	(164)*	52,77	(7)	0,69	(21)
20	Itaú Institucional CL	2,29	(17)	1,29	(25)	0,10	(82)*	59,85	(4)	0,60	(25)
21	Itauações	2,22	(19)	1,28	(26)	0,08	(89)*	43,32	(13)	0,59	(26)
22	Luxor Cart. Livre	2,52	(13)	1,49	(18)	0,04	(115)*	48,01	(11)	0,80	(18)
23	IP Participações	3,66	(4)	2,50	(6)	0,28	(27)	59,59	(5)	1,81	(6)
24	IP Part. Institucional - CL	3,61	(5)	2,47	(7)	0,27	(28)	58,64	(6)	1,77	(7)
25	Opportunity Lógica II	1,80	(39)	1,11	(36)	-0,15	(183)*	19,84	(49)	0,41	(36)

*Estatisticamente nulo ao nível de significância de 5%.
Patrimônio em 03/12/1999.

ÍNDICE DE SHARPE

	Fundos	Patrimônio (R$ milhões)	Posição	Retorno (%)	Posição	Volatilidade (%)	Posição	Alfa (%)	Posição	Beta	Posição	R2 (%)	Posição
1	Dynamo Puma CL	459,8	(1)	40,83	(16)	11,60	(194)	0,78	(9)	0,31	(191)	54,66	(181)
2	Fator Sinergia Cart. Livre	168,9	(7)	64,02	(5)	20,51	(173)	1,26	(5)	0,52	(179)	50,36	(184)
3	Dynamo Cougar	69,0	(21)	43,11	(13)	14,04	(189)	0,77	(10)	0,42	(185)	72,38	(168)
4	IP Participações	66,7	(23)	37,12	(23)	12,60	(193)	0,65	(13)	0,36	(188)	63,66	(176)
5	IP Part. Institucional – CL	8,6	(144)	36,95	(24)	12,70	(192)	0,64	(14)	0,36	(187)	63,80	(175)
6	Tríade Senior	7,9	(155)	47,97	(9)	17,84	(182)	0,91	(6)	0,43	(184)	45,99	(186)
7	Banrisul Performance	5,1	(196)	69,24	(4)	27,74	(23)	1,26	(4)	0,74	(149)	56,27	(179)
8	Itaú Insetonix	17,7	(92)	82,58	(1)	33,54	(6)	1,50	(2)	0,87	(55)	53,88	(182)
9	Majest CL	10,3	(131)	80,36	(2)	35,33	(4)	1,82	(1)*	0,34	(189)	7,60	(196)
10	Itaú PrivSelect	26,0	(68)	46,54	(10)	21,43	(167)	0,72	(12)	0,67	(166)	77,42	(159)
11	Opportunity Lógica – CL	47,6	(37)	53,52	(6)	25,68	(68)	0,86	(7)	0,76	(139)	69,21	(172)
12	LLoyds ACE Ações	11,3	(128)	34,70	(32)	17,12	(184)	0,47	(23)*	0,53	(178)	76,08	(163)
13	Luxor Cart. Livre	47,3	(38)	38,82	(22)	19,71	(175)	0,52	(18)	0,64	(168)	85,34	(137)
14	Opportunity Institucional	65,6	(25)	49,76	(8)	26,96	(27)	0,73	(11)	0,81	(110)	71,94	(171)
15	LLoyds Equinox Source	6,7	(164)	40,17	(19)	21,70	(162)	0,50	(20)	0,73	(153)	90,46	(95)
16	Access	10,2	(133)	52,31	(7)	30,80	(8)	0,85	(8)*	0,75	(142)	47,60	(185)
17	Itaú Institucional CL	27,9	(59)	39,96	(20)	22,72	(149)	0,47	(24)	0,78	(129)	94,20	(34)
18	Aquarius FI Santa Fé	6,3	(169)	17,80	(182)	6,69	(195)	0,19	(57)*	0,15	(195)	39,94	(187)
19	Itauações	163,0	(9)	39,06	(21)	22,90	(144)	0,45	(25)	0,77	(132)	89,84	(101)
20	Safra Ações	28,0	(58)	43,91	(11)	26,67	(34)	0,54	(16)*	0,85	(69)	81,76	(148)
21	Boston CL Valuation II	7,2	(160)	41,25	(15)	25,82	(61)	0,55	(15)*	0,73	(151)	64,09	(174)
22	Bradesco Templeton FVL	189,9	(4)	29,61	(71)	16,86	(185)	0,47	(22)*	0,31	(190)	27,09	(192)
23	CCF Mistyque CL	20,3	(83)	33,33	(38)	19,79	(174)	0,39	(28)*	0,60	(175)	72,06	(170)
24	Plural Jaguar	5,3	(191)	34,72	(31)	21,23	(169)	0,39	(29)*	0,67	(167)	78,65	(157)
25	Opportunity I CL	33,2	(49)	43,89	(12)	28,73	(16)	0,51	(19)*	0,91	(21)	80,67	(151)

	Fundos	Sharpe a.a.	Posição	Treynor (%)	Posição	Timing	Posição	I. R. (%)	Posição	Alfa aj. (%)	Posição
1	Dynamo Puma CL	4,41	(1)	3,25	(2)	0,32	(22)*	69,96	(2)	2,56	(2)
2	Fator Sinergia Cart. Livre	4,07	(2)	3,13	(3)	-0,02	(151)*	61,17	(3)	2,44	(3)
3	Dynamo Cougar	3,91	(3)	2,51	(5)	0,21	(48)	73,11	(1)	1,81	(5)
4	IP Participações	3,66	(4)	2,50	(6)	0,28	(27)	59,59	(5)	1,81	(6)
5	IP Part. Institucional – CL	3,61	(5)	2,47	(7)	0,27	(28)	58,64	(6)	1,77	(7)
6	Tríade Senior	3,50	(6)	2,82	(4)	-0,63	(195)	48,84	(9)	2,13	(4)
7	Banrisul Performance	3,31	(7)	2,41	(9)	0,99	(2)*	48,41	(10)	1,71	(9)
8	Itaú Insetonix	3,25	(8)	2,41	(8)	-0,11	(174)*	46,30	(12)	1,72	(8)
9	Majest CL	3,02	(9)	5,98	(1)	0,72	(3)*	37,74	(17)	5,28	(1)
10	Itaú PrivSelect	2,85	(10)	1,77	(15)	-0,04	(159)*	49,58	(8)	1,08	(15)
11	Opportunity Lógica – CL	2,78	(11)	1,83	(14)	-0,12	(175)*	42,33	(14)	1,13	(14)
12	LLoyds ACE Ações	2,53	(12)	1,58	(17)	0,30	(24)*	39,42	(16)	0,89	(17)
13	Luxor Cart. Livre	2,52	(13)	1,49	(18)	0,04	(115)*	48,01	(11)	0,80	(18)
14	Opportunity Institucional	2,48	(14)	1,59	(16)	0,07	(100)*	35,96	(19)	0,90	(16)
15	LLoyds Equinox Source	2,41	(15)	1,38	(21)	-0,06	(164)*	52,77	(7)	0,69	(21)
16	Access	2,31	(16)	1,83	(13)	-0,34	(192)*	26,99	(29)	1,14	(13)
17	Itaú Institucional CL	2,29	(17)	1,29	(25)	0,10	(82)*	59,85	(4)	0,60	(25)
18	Aquarius FI Santa Fé	2,25	(18)	1,95	(11)	0,33	(21)*	25,45	(32)	1,25	(11)
19	Itauações	2,22	(19)	1,28	(26)	0,08	(89)*	43,32	(13)	0,59	(26)
20	Safra Ações	2,20	(20)	1,33	(24)	0,11	(76)*	33,41	(20)	0,63	(24)
21	Boston CL Valuation II	2,12	(21)	1,44	(19)	0,70	(4)*	25,03	(34)	0,75	(19)
22	Bradesco Templeton FVL	2,10	(22)	2,20	(10)	0,07	(103)*	22,96	(38)	1,51	(10)
23	CCF Mistyque CL	2,10	(23)	1,35	(22)	0,19	(53)*	26,38	(30)	0,66	(22)
24	Plural Jaguar	2,08	(24)	1,28	(27)	0,04	(114)*	27,93	(28)	0,58	(27)
25	Opportunity I CL	2,06	(25)	1,25	(28)	-0,08	(169)*	28,43	(27)	0,56	(28)

*Estatisticamente nulo ao nível de significância de 5%. **O período de análise foi de 4.6.99 a 03.12.99.

Analisados os fundos com mais de R$ 5 milhões de patrimônio líquido no dia 3.12.99 (196 fundos) com base nos retornos semanais. Fonte dos dados (cotas dos fundos): Investnews da Gazeta Mercantil. Retorno: retorno acumulado no período. Volatilidade: desvio-padrão dos retornos semanais do período analisado. Alfa: retorno do fundo que não é correlacionado com o IBOVESPA. Beta: sensibilidade do fundo com relação ao IBOVESPA. Índice de Sharpe: razão entre o prêmio de risco (média das diferenças entre os retornos dos fundos e do CDI) e o seu desvio-padrão. Índice de Treynor: razão entre o prêmio de risco e o Beta do fundo. IR: razão entre o Alfa e o desvio-padrão dos resíduos da regressão de CAPM. Alfa ajustado: razão entre o Alfa e o Beta. Timing: mede a diferença no Beta do fundo quando o retorno do IBOVESPA é positivo e negativo.



Índice de Sharpe

LEITURA BÁSICA

O investidor está sempre buscando identificar a melhor oportunidade de investimento para aplicar seu dinheiro. Mas ele terá que identificá-la dentro de um universo amplo de alternativas. Existem hoje cerca de 2.500 fundos de investimento, separados em diversas categorias – renda fixa, ações, cambiais, derivativos etc. —, administrados por diversas instituições. Cada uma delas possui um perfil diferente de administração, assim como cada fundo tem objetivos diferentes. Tendo que escolher onde aplicar os seus recursos o investidor se pergunta: como identificar as melhores alternativas?

Uma forma simples seria observar os resultados passados. O investidor poderia escolher os fundos que tivessem proporcionado o maior retorno. A idéia é que os fundos que apresentaram melhor performance no passado deveriam apresentar melhor performance futura. Isto vale especialmente se falarmos de fundos de uma mesma categoria, já que categorias diferentes possuem riscos macroeconômicos diferentes.

Seria uma solução objetiva, mas infelizmente a resposta não é tão simples. É necessário que se considere o risco do investimento, pois há muito se sabe que investimentos de maior risco devem gerar maior retorno esperado. Ou seja, ao se escolher um fundo que tenha apresentado maior retorno, pode ser que o risco de seus investimentos seja maior também. E maior risco significa maior possibilidade de ganhos e de perdas.

A questão de como incluir o risco na análise de investimentos foi formalizada nos anos 50, com o desenvolvimento da Teoria de Portfolio, que mostrou como medir o risco em termos da variabilidade do retorno. Um fundo com maior risco terá, para um determinado horizonte de tempo, maior oscilação em seu retorno. E um maior risco significa que haverá maior probabilidade de que este retorno se afaste de sua média.

O índice desenvolvido por Sharpe, em 1966, busca resolver a questão comparando o excesso de retorno gerado por um fundo com o seu risco, medido pela variação do retorno em torno de sua média. Formalmente, o índice é dado por:

$$IS = \frac{E(R_i) - R_f}{\sigma_i}$$

onde

$E(R_i)$ é o retorno esperado do investimento no ativo i;

R_f é o retorno do investimento no ativo livre de risco (renda fixa); e

σ_i é o desvio padrão dos retornos do ativo i.

Este índice mede o retorno gerado pelo administrador por unidade de risco, para o período de análise[1]. Isto permite que fundos com diferentes perfis de risco possam ser comparados. Um fundo muito arriscado terá que gerar um maior excesso de retorno para ter um índice equivalente a um fundo mais conservador, que tenha apresentado um menor retorno no período.

LEITURA AVANÇADA

Ao se analisar oportunidades de investimento, normalmente, tenta-se obter o maior retorno incorrendo-se no menor risco possível. Assim, é necessário que se tenha o conhecimento de dois fatores que irão influenciar na tomada de decisão: o retorno que se espera obter com a aplicação (retorno esperado) e o risco a que se ficará exposto ao decidir investir em determinado ativo.

Dessa forma, as escolhas entre investimentos com o mesmo retorno esperado e níveis de risco diferentes, ou com o mesmo risco e retornos esperados diferentes, são imediatas. Também são imediatas as escolhas entre dois investimentos em que o que possui maior retorno esperado é o menos arriscado.

Vamos supor um universo de alternativas de investimentos[2] que, especificados por seus retornos e riscos, seriam representados por pontos à direita da curva (incluindo a própria) mostrada na figura 1. Eliminando as aplicações preteridas com base no critério acima, teremos uma curva relacionando o retorno esperado e o risco das carteiras que sobraram, e essa curva seria uma fronteira listando os retornos esperados e riscos das carteiras mais eficientes da economia, que é a chamada Fronteira Eficiente de Markowitz (1952), representada na figura 1.

Se, no entanto, existir na economia um ativo livre de risco, a fronteira eficiente se tornará uma reta ligando o ativo livre de risco a uma certa carteira da hipérbole (ponto A), cuja tangente é a inclinação dessa reta. Isso ocorre pois o investidor poderá obter melhores retornos para dado risco, combinando esse portfólio A com renda fixa. Estas combinações são representadas pela reta que liga o ponto *Rf* ao ponto A[3].

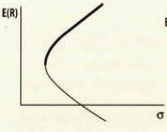


Figura 1: a Fronteira eficiente de Markowitz está representada pela linha em negrito.

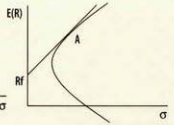


Figura 2: a fronteira eficiente é a reta que liga Rf à carteira A.

O impasse surge quando se tem que optar entre uma aplicação com alto retorno esperado e alto risco, e outra com menor retorno esperado mas também menor nível de risco. Ou seja, como escolher uma carteira na fronteira eficiente.

Para isto é necessário saber exatamente quanto a mais de retorno esperado e quanto a mais de risco uma aplicação possui com relação à outra, havendo, portanto, a necessidade de se medir essas variáveis. Normalmente, medidas históricas (realizadas) de risco e retorno são utilizadas como estimativas de risco e retornos esperados; dentre elas, a média e o desvio-padrão são as mais comumente utilizadas[4]. Tendo-se definido uma forma de se mensurar tais variáveis, cria-se a necessidade de se ter uma medida objetiva que leve em consideração o retorno esperado do investimento e o seu nível de risco.

O Índice de Sharpe (IS) busca responder a esta questão tentando identificar as carteiras que possibilitem obter resultados superiores. A carteira que apresentar o maior valor para o IS estará oferecendo um maior retorno esperado por unidade de risco e, portanto, se revelará, a princípio, melhor investimento. Isso se deve ao fato de que, por existir um ativo livre de risco, pode-se construir uma carteira composta por este ativo livre de risco e a carteira de maior IS, que tenha o nível de risco de uma terceira carteira com a qual se esteja querendo comparar[5]. Essa carteira composta apresentará maior retorno e mesmo risco, sendo assim superior. A figura 3 ilustra bem este ponto. A carteira A possui IS maior do que a carteira B. Pode-se construir a carteira A´ que possui o mesmo risco de B e maior retorno. Assim, podemos comparar investimentos, mesmo que possuam retornos esperados e riscos diferentes.

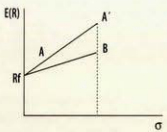


Figura 3: o investimento A tem maior IS do que o investimento B.

Por suas qualidades, o IS teve larga aceitação tanto nos meios acadêmicos como no mercado financeiro para avaliação de fundos de investimento. Entretanto, o índice possui algumas limitações. A primeira delas se refere à situação em que, caso estejamos utilizando retornos históricos como estimativa dos retornos esperados e, em um certo período de análise, o fundo ou ativo tenha pago retornos médios inferiores ao ativo de renda fixa. Nesse caso, o IS será negativo para esse período e sua interpretação será diferente, perdendo-se a comparação entre os IS negativos. Um fundo com maior retorno e menor risco poderá ter um IS inferior.

Outro problema se deve a uma hipótese implícita na análise acima descrita, de que pode-se aplicar e captar recursos à mesma taxa livre de risco R_f. Entretanto, tal situação não se verifica no mercado com freqüência, acarretando complicações para se atingir níveis de risco superiores ao do ativo arriscado (pois não será mais possível

alavancar-se em renda fixa à taxa *Rf*. Duas situações bastante comuns são:

1. diferença nas taxas de juros de aplicação e captação;
2. impossibilidade de alavancagem em renda fixa.

O primeiro caso é apresentado na figura 4. Nesse caso, é ótimo para o investidor combinar entre renda fixa e a carteira A, se quiser alcançar níveis de risco inferiores aos de A, alavancar-se em renda fixa para investir em B, para níveis de risco superiores aos de B, e investir em carteiras da fronteira eficiente sem ativos livres de risco (curva M) para níveis de risco entre os de A e B.

O segundo caso é apresentado na figura 5. Nesse caso, é ótimo para o investidor que quiser alcançar níveis de risco superiores aos de A investir nas carteiras da curva hachurada. Se quiser alcançar níveis de risco inferiores aos de A, basta combinar a carteira A com renda fixa, ou seja, não é mais possível ter a reta à direita do ponto A.

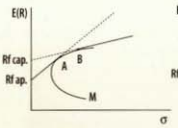


Figura 4: a taxa de juros de captação Rf cap. é maior que a de aplicação

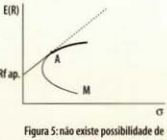


Figura 5: não existe possibilidade de se alavancar para investir em ativos arriscados.

Em qualquer dos dois casos, a comparação entre investimentos de baixa e alta volatilidade fica prejudicada, pois o maior IS possível de se alcançar irá caindo conforme se avança para maiores níveis de risco. Esta é a dificuldade prática de se utilizar o IS para comparar fundos de investimento em renda fixa com fundos de renda variável[6].

Outra questão envolvendo a aplicação do IS ocorre quando o investidor já possui investimentos arriscados e se utiliza do IS para escolher entre novos investimentos. Nesse caso, ao escolher o investimento com maior IS, a carteira resultante poderá ter, dependendo da correlação entre o ativo arriscado já possuído e os novos investimentos, menor IS do que a carteira resultante caso escolhesse o investimento com menor IS.

Isso ocorre porque o IS utiliza o risco total do ativo, e, nesse caso, para capturar essas correlações, o correto seria a análise de indicadores que consideram somente o risco não-diversificável da carteira[7]. Para essas situações, existem índices que podem auxiliar melhor na escolha entre novos investimentos arriscados, pois levam em consideração somente o risco não-diversificável, como, por exemplo, o Índice de Treynor.

Apesar de suas limitações, o IS é um índice importante na escolha de investimentos, especialmente dentro de uma mesma classe de risco. É preciso deixar claro que o fato de o IS utilizar-se do risco total do investimento não é necessariamente um fator limitante na análise e sim mais uma informação que deve ser considerada na avaliação, pois em determinadas ocasiões o risco total da carteira será o tipo de risco realmente importante na avaliação de possíveis investimentos. Cabe ao investidor, de acordo com sua situação, analisar de forma consciente as informações contidas no IS dos investimentos.

Ricardo Simonsen
Paulo Luiz A. Basílio
Rogério Mazali

[1] Convém destacar que uma boa performance no passado não é garantia de boa performance futura.

[2] Todas as carteiras compostas pelos ativos arriscados existentes.

[3] Como o retorno *Rf* não tem risco nem correlação com o retorno da carteira A, o risco de uma carteira que invista em A e *Rf* é dado pelo risco da carteira A multiplicada pelo percentual alocado nela, e o retorno desta carteira pelo retorno médio ponderado. Para níveis de risco superiores aos da dita carteira, pode-se tomar emprestado à taxa livre de risco *Rf* e aplicar na carteira arriscada já referida.

[4] Existem outras medidas de risco e retorno esperado como, por exemplo, aquelas proporcionadas pelas estimativas de previsão obtidas por meio de modelos da família GARCH.

[5] Atingem-se níveis de risco inferiores aos do ativo arriscado investindo-se parte no ativo sem risco e parte no ativo arriscado, e níveis de risco superiores alavancando-se no ativo sem risco para investir no ativo arriscado.

[6] Segundo dados da Anbid, os fundos de renda fixa apresentam IS bem superior ao de ações.

[7] Ver Elton e Gruber (1981).

Mesa-Redonda



Fotos: Américo Vermelho

Antônio Machado, Renato Junqueira e Ivan Magalhães defendem mais transparência entre o investidor e o administrador de fundos de ações

FUNDOS DE INVESTIMENTOS

Conjuntura Econômica ouviu três administradores de fundos de investimento sobre a influência da Internet no mercado, as perspectivas para 2000 e as tendências da indústria de fundos. Antônio Machado (administrador de renda variável do Opportunity Asset Management), Renato Junqueira (sócio da Investidor Profissional – Gestão de Recursos) e Ivan Magalhães (diretor de Administração de Recursos do Flemings Graphus) defendem uma relação de transparência entre o investidor e o administrador de fundos e acham que a chegada da Internet está melhorando o mercado.

Entrevista realizada em 15 de dezembro de 1999.

Como a Internet irá influenciar a indústria de fundos de investimento?

ANTÔNIO MACHADO – Haverá uma melhora geral dos serviços, reduzindo a vantagem que alguns possuem na distribuição e no contato com o cliente. A Internet permite oferecer um maior contato, estreitando a relação com os investidores, sendo um instrumento superpoderoso. O mais importante na administração de recursos é que haja um compromisso entre a estratégia seguida pelo administrador e o cliente, que deve entender qual a linha do fundo e a que se propõe. Com a Internet pode-se oferecer uma gama de relatórios e carteiras on-line, e *conference calls*, que hoje são realizadas por telefone. Isto aumentará a vantagem dos administradores especializados.

RENATO JUNQUEIRA – Em minha opinião a Internet gera um ganho de eficiência para toda a cadeia, pois proporciona uma diminuição brutal de custos e aproxima o administrador do cliente. A indústria torna-se mais competitiva, o que gera um ganho de eficiência. O cliente terá cada vez mais facilidade de escolher onde investir e, eventualmente, realocar o seu portfólio. Para os gestores haverá benefícios também, já que a quantidade de informação disponível irá aumentar, facilitando a troca de investimentos.

IVAN MAGALHÃES – Eu concordo com tudo isso só que, além de

tudo, cria-se uma nova figura para o pequeno investidor, que praticamente não existe no Brasil, que é a do consultor on-line. Por meio de sites que permitam fazer uma melhor comparação entre diferentes produtos, que já começam a estar disponíveis, o investidor terá condições de checar se o que foi dito pelo seu *fund-manager* bate com o observado. A competição se torna mais acirrada, já que o custo da informação para o investidor será menor, havendo maior transparência.

O que atrai um investidor para um determinado gestor ou fundo?

ANTÔNIO MACHADO – Dizer que não é a rentabilidade de curto prazo, para o investidor brasileiro, com a pouca cultura que ele tem sobre fundos de investimento, sobre ações e sobre negócios no país, seria uma mentira. Mas acho que o investidor vitorioso é o que tem o compromisso com a estratégia. Ele deve estar focado em uma estratégia de longo prazo, e só atuar no momento certo. O pior é sair em um momento emocionalmente adverso. Vários investidores não obtiveram a rentabilidade observada de seu fundo de investimento em bolsa porque sacaram na hora emocionalmente adversa ou entraram no momento de pico. Entrar junto com a massa de investidores e sair com ela é a pior coisa para um investidor. Ou seja, além do critério de rentabilidade de curto prazo deve haver uma identificação do investidor com a estratégia do fundo, seja de renda fixa, ações ou *hedge fund*, e também com o administrador.

RENATO JUNQUEIRA – O mercado é cíclico, mas o que o investidor quer de cada produto varia também. Depois da desvalorização cambial, no início do ano, a procura por fundos mais seguros, mais conservadores, e não mais derivativos turbinados, aumentou muito. Mas depois de um certo tempo o pessoal esquece e começa a discutir valorizações. A psicologia de mercado é assim mesmo, e acontece lá fora também.

IVAN MAGALHÃES – No relacionamento com o cliente existem duas etapas, como em um namoro. A primeira é a atração física, que é a rentabilidade. Quando se procura um fundo de ações para se investir a primeira coisa que se olha é o quanto subiu. Depois que o investidor se torna seu cliente, todos os outros fatores que você levou em consideração são importantes: facilidade, qualidade da informação, se o fundo segue o seu *benchmark* etc. Mas depois que ele entrou, você pode perdê-lo por diferentes motivos.

ANTÔNIO MACHADO – Quanto mais estreita for a relação com o cliente melhor para ambos. No Opportunity, um dos nossos maiores orgulhos é quando um cliente liga e pergunta como nós conseguimos fazer um fundo ter uma valorização tão superior ao seu *benchmark*. E aí mostramos que a evolução aconteceu em conseqüência da metodologia pré-acordada com os nossos quotistas.

RENATO JUNQUEIRA – A Investidor Profissional tem um exemplo claro: em 1998 passamos seis meses dizendo que não iríamos vender câmbio. Alguns clientes ligaram e reclamaram, dizendo que não era possível que não estivéssemos vendendo câmbio. O ganho em ser transparente é muito maior. A coerência entre o que se fala e o que se faz é primordial.







E o acesso aos fundos?

ANTÔNIO MACHADO – Alguns grandes bancos já distribuem grandes fundos, como os do Opportunity, e os outros irão atrás. Isto já existe para clientes mais sofisticados, mais vai se generalizar com o tempo ...

IVAN MAGALHÃES – ... mas é bom ressaltar os diferentes incentivos que o banco terá para vender os diferentes fundos, inclusive o dele ...

ANTÔNIO MACHADO – ... Mas este processo ocorrerá de baixo para cima. O cliente irá ligar e dizer que viu um fundo X na revista, e que quer este fundo. O cliente está fazendo a pressão.

IVAN MAGALHÃES – É ... a Internet pode pressionar isso. O cliente liga e diz ao gerente que já que o banco não vende um fundo X, ele faz um DOC pela Internet e deposita lá.

Já que estamos falando de mercado, como vêem o segmento de fundos passivos?

ANTÔNIO MACHADO – Dizer que não vai crescer é um absurdo. Ainda não temos os dados de 99, mas os dados de 98 mostram que o dinheiro que entrou em fundos americanos foi para *index funds*. Nos ativos os resgates foram iguais às captações. Foi zero a zero. Mas embora acredite no crescimento desta indústria, continuará havendo espaço para investidores e adminis-

tradores especializados. No mercado alguém ganha e alguém perde. Achar os 50% é mais difícil, e tem custo, e só 25% batem. Mas esses 25% têm uma performance realmente destacada, tendo um portfólio bastante razoável. E isso porque têm um compromisso com o cliente.

IVAN MAGALHÃES – Acho que o *index fund* ainda demora no Brasil. É necessário que haja uma maior conscientização do custo do produto. Nos Estados Unidos a propaganda é feita até pela TV.

ANTÔNIO MACHADO – Acho que esta conscientização vai começar a aparecer. Hoje o investidor olha muito para a rentabilidade, mas quando ela começar a estreitar será diferente. Isso está começando a acontecer em renda fixa. De 91 a 99, a bolsa deve ter subido aproximadamente 1.200% contra um CDI de 540%. Nesse período, teve o *impeachment* do presidente, o FED subiu os juros, a crise do México, da Ásia, Rússia e ainda a crise brasileira. Mesmo assim, a bolsa teve uma performance excelente. Mas se você tirar Petrobras, Telebrás e Vale do índice, a rentabilidade cai de 1.200% para 120%. E a coisa mais simples era comprar esses três papéis. Então, negócios com estrutura global com monopólio natural merecem prêmios. E isso não acontece só no Brasil. Peguem *emerging markets*. Telecomunicações e tecnologia em 93 eram 5%, 10% do índice de *emerging markets*; hoje representam 25%! Porque o que interessa é a performance do setor lá fora.

O segmento de fundos de renda variável ainda é pequeno na indústria. Como vêem o seu crescimento?

IVAN MAGALHÃES – Crescer vai, mas acho que isso é um reflexo do mercado de capitais brasileiro. A indústria de fundos é pequena porque o mercado de capitais brasileiro é muito pequeno se comparado com o tamanho da economia.

ANTÔNIO MACHADO – Eu concordo com isso, mas sou um pouco mais otimista. O que está acontecendo no mundo vai acontecer aqui. O Brasil vai, ainda que mais devagar. O Congresso também é assim. Vou citar um exemplo: a Lei de Responsabilidade Fiscal. O governo pegou uma lei americana, traduziu e botou no Congresso. Pega, corta, faz ali, vai mais devagar. Mas o que deu certo lá fora, vai dar aqui também. Eu sou otimista em relação ao crescimento da indústria de renda variável.

RENATO JUNQUEIRA – Pela primeira vez desde a crise asiática você está vendo captação nesses fundos. Há três semanas que isso está acontecendo.

ANTÔNIO MACHADO – E o investidor especializado já começou. Mesmo em outubro, quando saíram R$800 milhões de renda variável, entrou dinheiro nos FIF's, que podem aplicar em bolsa.

Quais as perspectivas para o ano 2000?

ANTÔNIO MACHADO – Acho que vai depender muito do mercado externo. Crise que é crise não é prevista. Mas o movimento pode ser, sim, extremamente positivo no ano que vem.

IVAN MAGALHÃES – Acho que sim, e muito por causa desse fluxo doméstico. O fluxo doméstico tende a migrar da poupança para fundos de renda fixa conservadores, e destes para os de derivativos e de renda variável. Na verdade o que vai acontecer é a busca de rentabilidade.

ANTÔNIO MACHADO – O mais importante é que você tem negócios hoje no Brasil a preços relativos impressionantemente mais baixos do que acontece no mundo. Telecomunicações no Brasil deverá ser o maior *play* de Internet de mercados emergentes. Existem negócios muito bons, atrativos, nas bolsas brasileiras. Você tem preços relativos, juros reais baixos e uma expectativa de maior demanda por risco; então você tem fundamentos ajustados.

IVAN MAGALHÃES – Diga-se de passagem que o Brasil sobreviveu a essa crise de forma fantástica. Nenhuma previsão econômica após a crise se realizou. Dez entre dez previsões projetavam uma situação semelhante à da Ásia: grande queda no PIB, grande volume de exportações, etc. Só que esqueceram que o Brasil não é uma base de exportações. Ninguém de grande porte quebrou no Brasil este ano, com toda a desvalorização, e, no entanto, na Ásia quebraram aos montes.

ANTÔNIO MACHADO – Hoje há um consenso muito maior. A visão que existe hoje é a de um processo de perda de medo. Se vai ser interrompido ou não é outra questão, mas acho que não pode ser interrompido desta vez, senão voltamos ao ciclo vicioso de medo da bolsa.

E quanto ao mercado de derivativos, como estão vendo o seu crescimento?

RENATO JUNQUEIRA – Acho que irá crescer, à medida que o juro real seja mais baixo. Sempre haverá uma procura por investimentos que rendam mais do que o CDI, mas será sempre uma graduação de risco.

E a administração desses fundos derivativos estará mais concentrada *em asset managers* (administradores de recursos) especializados, por exemplo?

RENATO JUNQUEIRA – Acho que é gente com mais tradição no mercado, com imagem de seriedade, fundos maiores. O mercado no Brasil é pequeno mas tem espaço suficiente para o surgimento de novos profissionais. Mas diante das crises que ocorreram, o investidor vai ficando mais escaldado. A tendência será a de olhar fundos mais antigos, gestores que ele consiga avaliar.

ANTÔNIO MACHADO – O nosso negócio é ajudar as pessoas a decidir. Então, cada vez mais seremos os responsáveis pela alocação de recursos do cliente. Ele não vai querer saber se é bolsa ou renda fixa; ele irá confiar no administrador. Nos Estados Unidos já é assim. O administrador que faça a alocação, e o melhor instrumento são os fundos derivativos, são os *hedge funds*.

Qual o impacto da nova legislação para investidores estrangeiros?

ANTÔNIO MACHADO – Olha, o imposto que colocaram para paraíso fiscal foi uma atitude para evitar a evasão fiscal. O Brasil é um dos poucos países emergentes que adotam tal política, mas é uma medida que dá efeito, e temos que aceitar. O resto das medidas – acabar com os anexos, liberar as pessoas físicas

para comprar ações, poderem comprar ações que não tenham ADR via Internet – é um avanço impressionante. Cada vez fica-se mais parecido com o mercado americano, com o mercado global, o que é vital.

RENATO JUNQUEIRA – O meu sonho de consumo é o dia que nós pudermos, daqui, entrar na CME ou CBOT, e operar lá dentro de um FIF. E não estamos longe disso, porque o Brasil está cheio de corretoras globais.

ANTÔNIO MACHADO – O meu sonho de consumo é poder ter a mesma legislação que a SEC tem para a empresa e a relação da







empresa com o minoritário. É ter essa abertura total, ter essa transparência, ter um relatório da empresa, saber o que a empresa está fazendo, qual a sua estratégia e o que vai acontecer, ter um demonstrativo contábil claro e preciso.

Fundos Setoriais. São interessantes?

ANTÔNIO MACHADO – Não sou muito fã, não.

IVAN MAGALHÃES – São setores que entram na moda e mudam com muita freqüência. Tem fundos que nascem, que somem.

ANTÔNIO MACHADO – Eu não posso deixar para o cliente a tarefa de decidir se é bolsa ou se é renda fixa. Então não somos muito fãs dessa idéia. O que é importante como administrador é você escolher quais são os melhores setores.

RENATO JUNQUEIRA – E nesse caso a Internet nem se enquadra nesse negócio de fundo setorial, porque não se tem empresas de Internet aberta. Então é um negócio totalmente específico.

IVAN MAGALHÃES – A minha impressão é que as empresas que estão fora hoje, quando resolverem entrar entram e matam as pequenas que começaram primeiro. É o caso do browser. A Netscape começou e no dia em que a Microsoft resolveu entrar matou o Navigator.

Qual o espaço para novos participantes na indústria de *asset management*?

IVAN MAGALHÃES – Espaço sempre tem, mas já entrou muita gente. De 96 para cá o mercado deu um *boom*.

ANTÔNIO MACHADO – É o que sempre costumo dizer: você tem que ter uma característica definida e passar isto, muito bem, para o seu cliente. Se o seu estilo se agrega ao meu, ótimo. Você terá que ser o melhor, no seu segmento. No fluxo da indústria, 70% do dinheiro que entra nos Estados Unidos entra para os 20 maiores administradores. É o que vai acabar acontecendo aqui também.

IVAN MAGALHÃES – E no Brasil isso já aconteceu. A competição está muito grande, e a vinda de novos atores é muito difícil. Quase todos os grandes que tinham que vir para o Brasil já vieram.

ANTÔNIO MACHADO – Tem espaço para todos os estilos, mas é necessário estar focado. E no caso dos fundos de ações, os grandes nem sempre podem pertencer a grandes instituições. O nosso, o mais rentável da indústria, tem R$ 350 milhões de patrimônio, sendo um dos 5 maiores.

Qual a opinião sobre a nova legislação para fundos de renda variável?

IVAN MAGALHÃES – Acho que qualquer legislação que venha para defender o investidor é válida. Só que, como sempre, ela nunca é exatamente a que a gente gostaria. A tarja que se está colocando em renda variável dá a impressão que é horrivelmente mais arriscado do que os fundos derivativos, quando na verdade o risco de derivativos pode ser muito maior do que o de renda variável. E eles dão uma flexibilidade na tarja do fundo derivativo bem maior do que aquela do fundo de renda variável.

RENATO JUNQUEIRA – O problema não é nem ser derivativos ou renda variável. O problema é *que hedge funds* não são um negócio *commoditizado*. Efetivamente você deve obrigar o vendedor do fundo a vender bem, e ter punição se não vender. Não adianta dizer que derivativo, que é tarja preta, até porque tem derivativo que não é. Ao generalizar estará fazendo um desserviço.



Desempenho dos índices

	FGV100	FGV100-E
No mês	18,10%	20,08%
No ano	165,60%	145,38%
Em 12 meses	143,16%	100,27%

FGV100

DATA	FECHAMENTO		MÁXIMO		MÍNIMO	
	PONTO	%	PONTO	%	PONTO	%
01.11.99	89.913	0,68	89.997	0,11	89.320	0,37
03.11.99	92.608	3,00	92.679	2,98	89.917	0,67
04.11.99	93.292	0,74	94.775	2,26	91.840	2,14
05.11.99	95.386	2,24	95.441	0,70	93.279	1,57
08.11.99	95.800	0,43	95.939	0,52	94.811	1,64
09.11.99	95.210	-0,62	96.455	0,54	95.177	0,39
10.11.99	96.840	1,71	97.102	0,67	95.087	-0,09
11.11.99	97.664	0,85	98.386	1,32	96.608	1,60
12.11.99	97.809	0,15	98.670	0,29	97.443	0,86
16.11.99	98.452	0,66	98.640	-0,03	97.660	0,22
17.11.99	96.834	-1,64	98.529	-0,11	96.400	-1,29
18.11.99	98.707	1,93	99.053	0,53	96.497	0,10
19.11.99	101.780	3,11	101.945	2,92	98.763	2,35
22.11.99	101.784	0,00	102.879	0,92	100.745	2,01
23.11.99	102.772	0,97	103.050	0,17	101.429	0,68
24.11.99	101.232	-1,50	103.035	-0,01	101.232	-0,19
25.11.99	102.624	1,38	102.818	-0,21	100.988	-0,24
26.11.99	105.368	2,67	105.474	2,58	102.635	1,63
29.11.99	105.462	0,09	105.944	0,45	104.373	1,69
30.11.99	105.468	0,01	105.521	-0,40	104.180	-0,18

FGV100-E

DATA	FECHAMENTO		MÁXIMO		MÍNIMO	
	PONTO	%	PONTO	%	PONTO	%
01.11.99	198.213	0,90	198.554	-0,03	196.497	0,19
03.11.99	205.004	3,43	205.374	3,43	198.217	0,88
04.11.99	208.216	1,57	211.100	2,79	204.099	2,97
05.11.99	213.522	2,55	213.600	1,18	208.115	1,97
08.11.99	214.938	0,66	216.144	1,19	211.252	1,51
09.11.99	214.723	-0,10	216.958	0,38	213.473	1,05
10.11.99	218.631	1,82	219.729	1,28	214.572	0,51
11.11.99	219.438	0,37	221.169	0,66	217.774	1,49
12.11.99	219.556	0,05	221.303	0,06	218.794	0,47
16.11.99	220.170	0,28	221.009	-0,13	219.370	0,26
17.11.99	215.386	-2,17	220.228	-0,35	213.443	-2,70
18.11.99	219.414	1,87	220.056	-0,08	213.634	0,09
19.11.99	225.914	2,96	226.891	3,11	219.535	2,76
22.11.99	227.772	0,82	230.749	1,70	225.118	2,54
23.11.99	230.740	1,30	232.403	0,72	226.980	0,83
24.11.99	228.686	-0,89	232.027	-0,16	228.055	0,47
25.11.99	231.703	1,32	232.513	0,21	227.673	-0,17
26.11.99	237.568	2,53	238.730	2,67	231.716	1,78
29.11.99	236.610	-0,40	239.255	0,22	234.729	1,30
30.11.99	235.882	-0,31	236.628	-1,10	232.594	-0,91

Metodologia e cálculo: Fundação Getulio Vargas — IBRE / CEE — FGV100. Fonte dos dados: Agência Estado / Broadcast.
O índice FGV100, calculado pela FGV, é composto de 100 ações de empresas privadas nacionais não-financeiras. É divulgado diariamente nos jornais: *O Estado de S.Paulo, Gazeta Mercantil, Jornal do Commercio* e nas agências de notícias: *A. Estado, Bloomberg* e *O Globo*. Série disponível através do serviço de banco de dados ARIES ON-LINE, telefones: (021) 551-9099 e (021) 536-9346.

Quem é o campeão dos GASTOS SOCIAIS

ESTUDO DAS NAÇÕES UNIDAS COLOCA O BRASIL ENTRE OS PAÍSES QUE MAIS GASTAM COM A ÁREA SOCIAL.

por
IB TEIXEIRA

O BRASIL GASTA POUCO EM VERBAS SOCIAIS? OU, INVERSAMENTE, é um dos países que mais destinam recursos ao chamado gasto social? Acertou quem ficou com a última opção. Esta é, pelo menos, a recente conclusão de uma pesquisa de três especialistas da Comissão Econômica para a América Latina (CEPAL). Segundo Enrique Ganuza, Arturo León e Pablo Sauma, com base em treze países da região, o Brasil figura no grupo das nações de alto gasto social.

Em termos *per capita*, medido em dólares, nosso país lidera o grupo dos 13 com um gasto de US$ 741, seguido pelo Chile com US$ 651 e Costa Rica com US$ 521. No pólo inverso estão El Salvador, Nicarágua e Peru, com menos de 100 dólares. Para surpresa de muita gente, o Brasil vai à frente nos gastos com educação (US$ 218), está em 2º lugar na área da saúde (US$ 177), volta ao 1º lugar em habitação e gasta US$ 273 com previdência social, só perdendo para o Chile com 328 dólares.

A importância do Brasil no gasto público latino-americano também se destaca quando se relaciona tal despesa com o Produto Interno Bruto de cada país. Assim, conforme a pesquisa publicitada pela comissão das Nações Unidas, o gasto público social brasileiro como percentagem do produto interno bruto (PIB) alcança cerca de 15,3%, no que é superado apenas pela Costa Rica com 19,6%. Como parcela do gasto público total os brasileiros dispõem de 46,2%, mas nesse caso são ultrapassados por chilenos e costarriquenses.

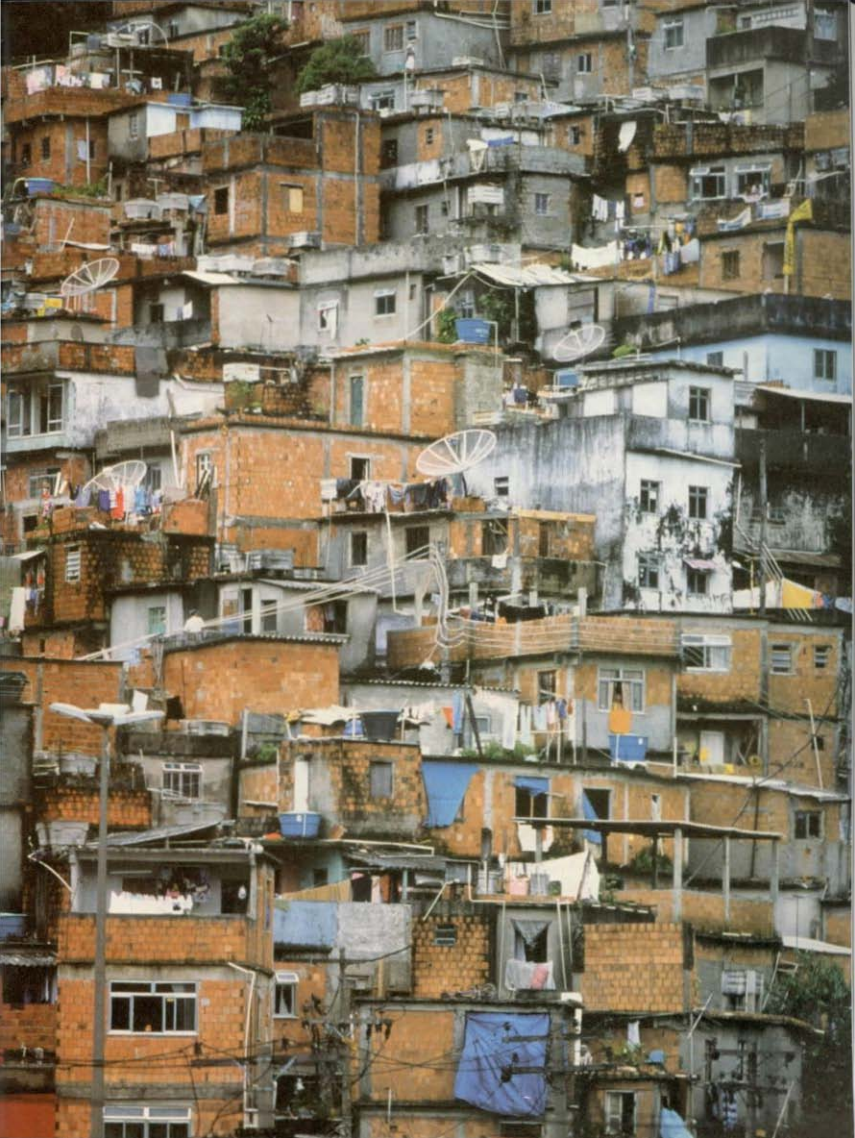
O estudo também examina a evolução do gasto público desde os anos 80, 90 e mais recentemente, ao se deter no desempenho dos anos 1994/1996. No caso brasileiro a evolução da despesa *per capita* é nitidamente mais favorável ao governo FHC, como atestam os números: 1980/81 = US$ 445; 1985/86 = US$ 410; 1990/91 = US$ 428 e finalmente 1994/1996 = US$ 547. O mesmo acontece em relação ao gasto como percentual do PIB, quando evoluímos de 9,7% para 11,2%. Excluindo-se os anos 80/81, o gasto social brasileiro como parcela do gasto público total avançou de 27,5 e 27,2 referentes a 85/86 e 90/91 a 33,9 dos anos 94/96.

EXPECTATIVA DE VIDA

Mas os técnicos da CEPAL também apontam alguns aspectos clamorosos para o Brasil. No caso do analfabetismo, com taxa de 19% da população, o que faz enorme diferença com alguns dos demais países é alarmante: 5% no Chile, 5% na Costa Rica, 9% na Colômbia, 10% no Equador e 11% no Peru. O Brasil fica atrás até mesmo da Bolívia com 17%, da Jamaica com 15 e da República Dominicana com 18% de analfabetos, em contraste com os 19% dos brasileiros.

Nesse estudo também chama a atenção a baixíssima expectativa de vida dos brasileiros: apenas 68 anos. Estamos atrás de todos os demais países examinados. Da Costa Rica com 77 anos. Do Chile, com 75 anos. Da Jamaica, com 74. Abaixo de nós, apenas a Bolívia com 61 anos de esperança de vida ao nascer.

No caso brasileiro, segundo especialistas do IBGE, a violência parece estar segurando a ampliação de nossa expectativa de vida. Eles acreditam que no exemplo da região Sudeste, que inclui o Rio e São Paulo, haveria uma redução significativa: de 38 anos.



Ao examinar as taxas de mortalidade infantil destacam-se os casos da Costa Rica e do Chile com 12 e 13% respectivamente em cada grupo de 1.000 nascidos vivos, o que contrasta significativamente com o Brasil (42%!), segundo as Nações Unidas. Ressalte-se que tanto a Costa Rica como o Chile contam há décadas com amplos sistemas de controle da natalidade, partos atendidos por pessoal especializado e obviamente têm menos problemas com populações bastante menores que a brasileira. No Brasil, porém, sempre existiram fortes restrições ao planejamento familiar e sua população chegou a duplicar em apenas 25 anos. Países ricos chegam a levar 400 anos para dobrar sua população, como é o caso da Alemanha, entre outros. Têm tempo para cuidar não apenas de sua infra-estrutura social como de seus habitantes.

Segundo o documento divulgado pela CEPAL, nossa taxa de desnutrição infantil é campeoníssima. Perdemos apenas para o Equador e a Guatemala. Mas estamos atrás até mesmo da Bolívia. Nossa população urbana com água potável também é menor do que a de quase todos os países considerados na pesquisa. Provavelmente isso se deve ao acentuado processo de estatização dos serviços de água e esgoto que parece ter beneficiado com altos vencimentos a frondosa burocracia inserida em seus quadros funcionais. Com o fantástico crescimento desse aparato burocrático e um acentuado processo de centralização, empresas como a Sabesp e a Cedae estão entre as 40 maiores empresas do Brasil. A Sabesp, paulista, chega a ocupar a 5ª colocação entre as 500 maiores e a Cedae, o 38º lugar. Outras como a Copasa, de Minas, ou a baiana Embasa têm igualmente lugares destacados na lista da FGV. No pólo inverso, países como o Chile despontam com um dos maiores percentuais de população beneficiada, graças a empresas privatizadas e descentralizadas.

GASTO PÚBLICO *PER CAPITA*

Média 1994-96 – em US$ de 1996

Alguns países da América Latina	Total	Educação	Saúde	Água potável	Habitação
Média	255	88	67	9	16
Bolívia	91	46	14	9	10
Brasil	741	218	177	14	60
Chile	651	139	114	15	54
Colômbia	284	90	69	8	16
Costa Rica	521	145	191	19	26
Equador	119	52	36	2	5
El Salvador	60	34	21		
Guatemala	61	26	14		10
Nicarágua	61	24	24		2
Peru	88	49	34	2	3

Fonte: Enrique Ganuza, Arturo León e Pablo Sauma. *Gasto público nos serviços sociais básicos*, Cepal, Nações Unidas, 1999.

POBREZA

A pesquisa da CEPAL compara a renda *per capita* dos 13 países latino-americanos considerados com os recursos que seriam necessários para a satisfação de suas necessidades básicas materiais. Os resultados são decepcionantes. Na maioria dos países os níveis de pobreza não apenas vão além dos 30% da população, como são observados enormes desníveis dentro dos próprios países. Ou entre as regiões urbanas e rurais.

Diz o documento:

"Considerando-se a população total nos encontramos com cerca de 100 milhões de pobres nesse grupo de países."

E acrescenta que "pouco menos da metade dos pobres são brasileiros". Mas, com a exclusão do Brasil a incidência da pobreza seria ainda bem maior. Ou cerca de 43% nos 12 países restantes.

Qual seria uma estratégia correta para enfrentar a pobreza? Respondem os autores:

"A solução envolve tanto as políticas sociais de caráter assistencial ou compensatório, como políticas de apoio produtivo e geração de emprego, com perspectivas de médio e longo prazos. Para o futuro mais distante teríamos políticas de formação de capital humano. Em qualquer dos casos, o gasto social aparece novamente como elemento-chave para a erradicação da pobreza."

A pesquisa também se detém no grau de desenvolvimento social dos países examinados. Ou o Índice do Desenvolvimento Humano (IDH) que considera o impacto positivo dos serviços sociais, ainda que não se observe a qualidade dos mesmos.

Nesse sentido, apenas o Chile e a Costa Rica apresentam elevados índices de desenvolvimento humano. O Brasil está em 5º lugar, superado também pela Colômbia e pelo Equador. Para 1999, nosso IDH teria o índice 0,739, o que se compara com o 0,844 do Chile. Fechando a lista encontramos a Nicarágua, com 0,616.

A tabela elaborada pelas Nações Unidas enfatiza três dimensões do desenvolvimento humano: a expectativa de vida ao nascer; o nível educacional medido pela combinação da alfabetização e as taxas globais de matrícula e o PIB real *per capita*.

Quando o estudo examinou a distribuição relativa do gasto público nas áreas de educação e saúde, total e básica, outra surpresa estaria reservada aos brasileiros.

Realmente nosso país no campo da educação é um dos que mais destinam aos pobres o maior percentual do gasto social (37,1%), estando em 2º lugar depois do Chile, com 39,3%. Inversamente é também um dos que *menos* destinam à parcela mais rica da população a parcela desse mesmo gasto (3,8%), estando nesse caso depois do Chile (3,7%).

Quanto à saúde, o Brasil destina aos mais pobres 33,2% da despesa total, sendo o país que mais gasta. Já à parcela mais rica destina 3,4%, em contraste com os 19,7% da Colômbia e os 21,3% da Bolívia.

A pesquisa também examina os números da assistência oficial para o desenvolvimento realmente recebida como percen-

tagem do PIB de cada um dos países. Os maiores beneficiados são a Bolívia, São Salvador, Nicarágua e Peru, enquanto os que ultimamente vêm recebendo menos são a Costa Rica, a Jamaica e a República Dominicana. Qual a posição do Brasil? As doações ao Brasil também vêm caindo acentuadamente. De US$ 277 milhões entre 1980-81, descemos a US$ 90,1 milhões entre 1992-96. No total os países ricos destinaram entre 1992 e 1996 apenas US$ 2,8 bilhões às treze nações pesquisadas, o que representa apenas 1,8% de seu PIB. Bolívia e Nicarágua, com mais de US$ 500 milhões, estão entre os maiores receptores de doações.

O que é possível fazer para melhorar a vida dos pobres? Qual o gasto necessário? A resposta traz um alto grau de esperança. Com pouquíssimos recursos é possível alcançar a cobertura universal dos serviços sociais básicos. Ou apenas US$ 36 *per capita* e gastos adicionais que oscilam de US$ 6 a 99 dólares *per capita* nos países examinados pela CEPAL. Com relação ao PIB o aumento da despesa não representaria mais de 2,5%.

No caso brasileiro o gasto adicional *per capita*, em termos de dólares de 1996, seria de apenas US$ 26. Ou cerca de US$ 4,1 bilhões. Em relação ao PIB, apenas 0,5%. Quanto ao gasto público total, somente 1,7%. Ou ainda 4,8% do gasto social.

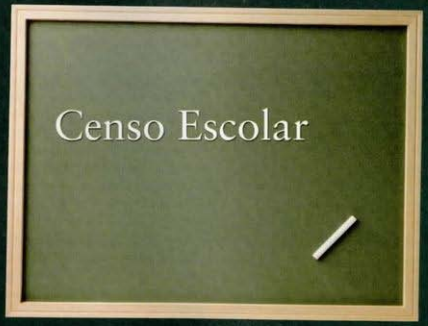
As soluções oferecidas pelos técnicos incluem:

1) aumentos no gasto público total financiados principalmente por privatizações ou venda de ativos públicos e em menor grau com majoração da carga tributária; 2) melhoria da qualidade dos programas; 3) maior eficiência e eqüidade no gasto público.

Como a ampliação ou redução dos programas sociais na região estão relacionados ou com a expansão econômica ou com a recessão, a CEPAL acentua a importância de se garantir, independentemente dessas variáveis, a sustentação das despesas que assegurem os serviços básicos.

Finalmente, o estudo acolhido pela Cepal oferece algumas conclusões. A primeira é a de que em nenhum dos países foi alcançada a universalidade de serviços de boa qualidade na educação básica, saúde básica e água potável. A segunda acentua que a execução dos programas sociais apresenta graus diferentes de êxito, uma vez que valores iguais de recursos geram impactos diferentes em prazos igualmente diferentes. Em terceiro lugar é necessário considerar a composição do gasto entre os diferentes serviços básicos, pois o maior êxito estará condicionado à maior proporção da despesa destinada aos serviços mais precários.

Ib Teixeira
ib@fgv.br



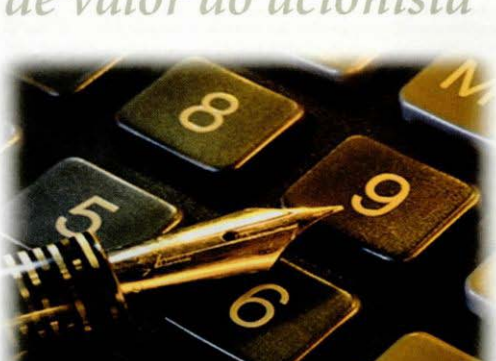
O recente censo escolar do Ministério da Educação revela que o Brasil possui cerca de 54,3 milhões de alunos matriculados nos diversos níveis de ensino. Isso significa um contingente escolar uma vez e meia superior a toda a população da Argentina, 3,8 vezes maior que a do Chile e próxima à população da França. Atualmente, as escolas do setor público atendem a 45,8 milhões de alunos na educação básica, o que representa 87,8% do total.

Entre 1994 e 1999, o crescimento da matrícula foi maior no ensino médio. Nesse nível, a expansão chegou aos 57,3%, com crescimento médio de 11,5% ao ano. Igualmente importante foi a ampliação da matrícula no ensino superior, quando se registrou um salto de 28% no período de 1994/1999, com média de 7% ano.

A matrícula no ensino fundamental cresceu por sua vez 13%, com ritmo bem inferior aos demais níveis de ensino: 1,1%. Com isso o Brasil alcançou em 1999 uma taxa de escolarização líquida de 95,5%, na faixa etária de 7 a 14 anos. Nesse ano, pela primeira vez, o Censo Escolar registrou variação negativa da matrícula do ensino fundamental, de 1,5% nas quatro séries iniciais, e variação positiva, de 4,8% nas quatro séries finais. A redução do estoque de matrícula nas séries iniciais já estava prevista, pois estas séries retinham um contingente muito grande de alunos. Ante a melhoria do fluxo escolar, estes alunos estão progredindo de série. Este comportamento da matrícula sinaliza, também, uma tendência de mudança do perfil demográfico das regiões.

Um case de GVA

Criação ou destruição *de valor ao acionista*



A COMPETITIVIDADE, A VELOCIDADE COM QUE ESTÁ OCORRENDO A TRANSformação dos negócios e a globalização dos mercados exigem dos gestores das empresas atitudes e técnicas cada vez mais eficazes e que propiciem respostas com alternativas rápidas, tangíveis e claras. A tendência de redução de custos e melhoria contínua estão presentes e continuarão a forçar as empresas a buscar saídas inteligentes, visando sempre crescer e melhorar os resultados. Entender realmente o que está acontecendo com as atividades e com o resultado econômico é fundamental.

Com certeza não é tarefa fácil e a procura por novos sistemas de decisão está sendo cada vez mais intensa. Por outro lado, existem novidades a toda hora, o que novamente se traduz na necessidade de constante pesquisa sobre a incorporação ou não dessas tecnologias. É importante relembrar alguns dos quesitos que transformam uma empresa e permitem incluí-la entre "as empresas mais admiradas do mundo". São eles:

- Qualidade geral da administração, dos produtos e serviços;
- Capacidade de inovação, compromisso com a comunidade e respeito pelo meio ambiente;
- Destaque na atuação internacional;
- Valor como investimento de longo prazo;
- Solidez financeira e uso adequado do patrimônio dos acionistas.

Percebe-se claramente a necessidade de atualização e adoção de estratégias competitivas de longo prazo para a obtenção de resultados econômicos duradouros. Em suma, para ter sucesso, uma empresa precisa de instrumentos que lhe permitam reestruturar e reinventar sua maneira de agir, trabalhar e competir.

Nos últimos anos, a área de finanças tem-se utilizado dos conceitos de criação de valor ao acionista como metodologia de monitoramento da performance econômico-financeira. Os conceitos de criação de valor ao acionista, como o MVA (*Market Value Added* — Valor Adicionado pelo Mercado), e o EVA (*Economic Value Added* — Valor Econômico Adicionado), têm estado em evidência tanto no mundo acadêmico, quanto no meio dos analistas do mercado financeiro nos EUA e no Brasil.

O livro *The Quest for Value*, de G. Bennett Stewart, III de 1991 e o artigo *The Real Key to Creating Wealth*, publicado pela revista *Fortune* em setembro de 1993, representam o marco inicial da metodologia de mensuração da criação de valor

ao acionista — MVA e EVA. Apresentam fundamentação teórica e citam exemplos dos resultados obtidos com sua utilização. Esses conceitos são aplicáveis a empresas com ou sem fins lucrativos, para os investidores em geral e para os acionistas propriamente ditos. O EVA é conceitualmente definido como o NOPAT (*Net Operating Profit after Taxes* — Lucro Operacional após o Imposto de Renda), deduzido do respectivo WACC (*Weighted Average Cost of Capital*/Custo Médio Ponderado de Capital). O WACC deve representar o efetivo custo do capital que foi operacionalmente utilizado para produzir o resultado econômico obtido. Os componentes utilizados para obtenção do EVA são o NOPAT e os Encargos do Capital.

De acordo com Stewart (p. 86), NOPAT é o lucro operacional derivado das operações da empresa deduzido o valor do imposto de renda, mas antes da dedução dos encargos do capital. Como o NOPAT não depende e também não é influenciado pela alavancagem financeira da empresa, apresenta uma visão clara do resultado das operações do negócio, bem como *disclosure* do desempenho operacional da empresa. Em outras palavras, é o lucro operacional obtido para suportar os retornos de caixa requerido pelos investidores e proprietários.

Os encargos de capital representam o produto do montante do capital aplicado na empresa pelo WACC, ou seja, o fluxo de caixa requerido pelos investidores e proprietários para compensar o risco do investimento dos recursos aplicados na empresa.

Portanto, a fórmula básica de cálculo do EVA[1] é:

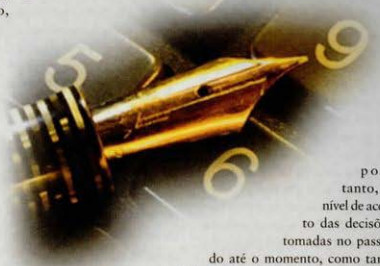
EVA = NOPAT menos $ (Valor Monetário) do Custo de Capital

Onde:

$ do Custo de Capital = WACC x Capital Aplicado

WACC = (Passivo Oneroso x Taxa média do Custo do Capital após I.R.) + (Patrimônio Líquido x Custo do Capital Próprio)

Portanto, há criação de valor quando o NOPAT for maior que o custo do capital aplicado no negócio. Da mesma maneira, há destruição de valor quando o NOPAT for insuficiente para cobrir o custo do capital requerido pelos investidores e acionistas. O EVA é, portanto, uma medida de performance financeira que utiliza o conhecido conceito de Lucro Residual ou Lucro Econômico, assim como se baseia nos princípios modernos de Finanças Corporativas.



As diferenças básicas no valor encontrado pelo EVA quando comparado com os conceitos tradicionais de análise empresarial como Lucro Líquido, Lucro por Ação, ROI e ROE, devem-se ao fato de o EVA considerar o custo monetário de todo o capital aplicado, o risco do negócio, o valor do dinheiro no tempo, além dos ajustes nas demonstrações financeiras.

O foco e o entendimento da metodologia de criação de valor farão com que a administração da empresa concentre-se no incremento da riqueza aos acionistas e elimine as distorções resultantes da utilização de dados históricos dos registros contábeis. Proporciona aos gestores um novo enfoque sobre os negócios e permite a introdução de planos de remuneração variável baseada na evolução do desempenho. Assim, possibilita e fortalece a visão de participação naqueles resultados que criam valor, fazendo com que os gestores se sintam e passem a agir como proprietários.

Por outro lado, o conceito do MVA representa uma medida cumulativa de performance em valores monetários da empresa, isto é, indica quanto o valor de mercado das ações da empresa tem adicionado valor aos acionistas, quando comparado com o valor originalmente investido. Da mesma maneira, mas sob a ótica de mercado, o MVA reflete os resultados financeiros, demonstrando se a empresa criou ou destruiu riqueza. Demonstrará, portanto, o nível de acerto das decisões tomadas no passado até o momento, como também os resultados futuros dos EVA trazidos a valor presente.

Maximizar o valor do MVA deverá ser o objetivo principal de qualquer empresa que está empenhada na criação de valor e pretende adicionar valor sustentado aos seus acionistas. Em conjunto com o MVA, o EVA ajudará a priorizar e estabelecer metas internas e externas, de curto e de longo prazos, direcionando a administração da empresa para decisões estratégicas com foco na Criação de Valor ao Acionista. A definição básica do MVA é:

MVA = Valor de Mercado da Empresa – Valor Investido pelo Acionista

MVA = Valor presente dos futuros EVA.

Os benefícios proporcionados pela utilização da metodologia com foco na criação de valor, se dão em especial quando há: erosão ou perda do valor econômico do negócio e/ou da empresa; mudanças na liderança da empresa e/ ou da influência dos acionistas; necessidade de aprimorar a mensuração e melhorar a performance econômica; adaptação a novas realidades do mercado.

Diferentemente dos métodos tradicionais de análise financeira, a abordagem com foco na criação de valor possibilita avaliar, através de instrumentos adequados, as alternativas de estrutura de capitais e dos recursos aplicados. Proporciona vantagens competitivas ao negócio, criando valor pela melhoria operacional e econômica, através de:

- tomada de decisões, tecnicamente orientadas, sobre como investir e utilizar

os recursos que criam valor para a empresa / unidade de negócios;

- análise da estrutura dos recursos aplicados considerando o desempenho e evolução da receita, com o controle dos gastos e com a melhoria do resultado operacional;
- análise da estrutura e do custo de capital, bem como a sua influência passada e futura;
- transformação dos gestores com visão de proprietário, fazendo com que eles passem a agir e se sentir como acionistas, pela participação ilimitada naqueles resultados que criam valor uma vez alcançadas as metas estabelecidas. É dentro deste contexto que empresas de sucesso e que constam do *ranking* das "500 da Fortune" já utilizam a abordagem de Criação de Valor ao Acionista — EVA e MVA. São elas: Coca-Cola, Wal-Mart, AT&T, Quaker Oats, Briggs & Stratton, U.S. Postal Service, Eli Lilly, Equifax e SPX Corporation, entre outras.

No Brasil o assunto é relativamente novo e ainda não temos exemplos completos ou divulgados de aplicação dessa metodologia. Nas demonstrações financeiras publicadas em 1996, a Brahma informa que iniciou a aplicação da metodologia do EVA. Sabe-se também que Aços Villares, Globopar, Andrade Gutierrez, Alcan e Spal, entre outras, estão utilizando essa abordagem. Vamos analisar o caso ilustrativo da Brahma-Consolidado durante o período de 1995 a 1998, considerando os indicadores (tabelas):

Indicadores	1995 (%)	1996 (%)	1997 (%)	1998 (%)
NOPAT – Capital aplicado	18,7	18,4	18,8	13,0
NOPAT – Vendas líquidas	8,1	15,4	18,2	12,4
EVA – Capital aplicado	8,9	10,5	8,4	1,0

Os indicadores de Patrimônio Líquido e Passivo Oneroso demonstram a percepção da administração da empresa na avaliação e implementação de uma nova estrutura de capital iniciada em 1995. Pode-se inferir que a mudança de postura da empresa teve como objetivo criar valor ao acionista, utilizando a metodologia do EVA. A comprovação da eficácia desta estratégia se consolida com as melhorias observadas nas análises dos anos seguintes, o que pode ser confirmado com a interpretação dos indicadores.

Análise horizontal	1995* (%)	1996 (%)	1997 (%)	1998 (%)
Capital aplicado	100	194	243	260
Patrimônio líquido	100	125	137	144
Passivo oneroso	100	174	245	293
Vendas líquidas	100	101	109	118
NOPAT	100	192	244	181
EVA	100	230	230	27
EVA-II	100	194	197	50
Dividendos pagos	100	874	195	186
Preço das ações	100	150	179	131

*1995 é o ano base.

Visando adequar-se a essa nova política, a empresa pagou aos acionistas dividendos expressivos no início de 1996, correspondente a 41% do Patrimônio Líquido. Como resultado, o Patrimônio Líquido permaneceu praticamente estabilizado, enquanto as necessidades permanentes de capital foram financiadas com empréstimos crescentes.

O uso de alavancagem financeira em conjunto com a gestão operacional elevaram expressivamente o NOPAT no período, demonstrado por um crescimento de 92% em 1996, 144% em 1997 e 81% em 1998. Com comportamento inicialmente muito expressivo, o crescimento do EVA foi de 130% de 1995 a 1996. Em 1997 manteve-se o nível do ano anterior, diminuindo para somente 27% em 1998. A mudança na estratégia de mercado alterou sensivelmente as margens e o resultado operacional em 1998, diminuindo respectivamente o NOPAT e o EVA do período.

Por outro lado, percebe-se que quando consideramos as receitas financeiras no cálculo do EVA-II, o resultado comparado é favorável somente em 1998, devido principalmente à diminuição do resultado operacional e à manutenção das receitas financeiras. Ainda considerando o caso da Brahma-Consolidado, vamos analisar outros três importantes indicadores para a criação de valor (ver tabela).

Quando comparamos os indicadores de NOPAT com o capital aplicado e com as vendas líquidas, identificamos a expressiva produtividade e capacidade da empresa na utilização dos recursos operacionais, assim como na geração de receita. O conjunto de indicadores em questão sugere que a empresa se beneficiou fortemente com a incorporação da metodologia com foco na criação de valor ao acionista, estando preparada e posicionada estrategicamente no mercado.

Concluímos assim que os novos instrumentos de criação de valor ao acionista disponíveis aos investidores, analistas, empresários e à comunidade proporcionam avaliar de maneira mais eficaz, com a rapidez que o mercado exige, o resultado das estratégias adotadas pelas empresas, diminuindo a fragilidade de análise e aumentando a qualidade de resposta. Em outras palavras, a empresa cria valor. ■

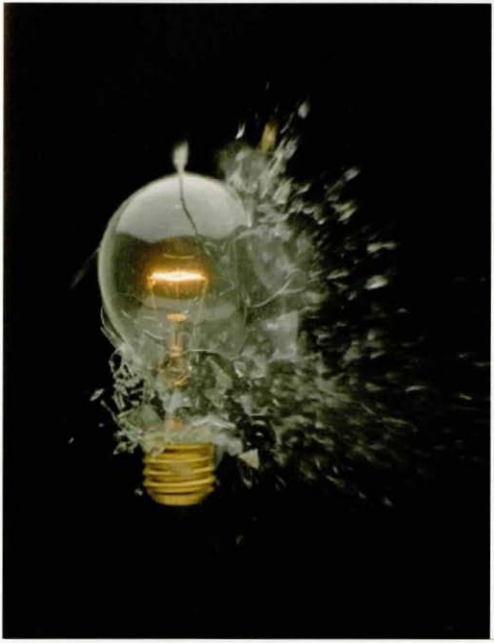
OSCAR MALVESSI
Professor da Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getulio Vargas

[1]Ver Stewart G.B. III, (1991). *The Quest for Value*, Cap. 4

Energia elétrica

Investimentos *em* geração *ou* blecautes?

EM 1988 O SETOR DE ENERGIA ELÉTRICA REALIZOU UM AMPLO DIAGNÓSTICO DA SUA SITUAÇÃO. DURANTE MESES, equipes de praticamente todas as concessionárias elaboraram, sob a coordenação da Eletrobrás, diagnósticos da situação econômico-financeira das empresas e apontaram os caminhos para superação de entraves nos campos técnico, operacional e tributário. As propostas



de mudança no modelo patrimonial, talvez pela própria natureza estatal de quase 100% dos participantes, foram muito contidas.

Com a eleição do presidente Fernando Collor a privatização de empresas estatais tornou-se política de governo e, já na fase que antecedeu a sua posse, muitos diagnósticos setoriais foram elaborados apontando para a reengenharia de vários setores públicos, com corte de despesas, redução de pessoal e orientação para a privatização. No período Collor foram privatizadas empresas do setor petroquímico e siderúrgico e incluídas no programa de privatização duas distribuidoras federais, a Escelsa e a Light.

Em setembro de 1992, quando o Presidente Itamar Franco tomou posse na Presidência, os serviços públicos, como o de energia elétrica, apresentavam um alto grau de endividamento. Empresas de distribuição não pagavam a energia que recebiam das empresas geradoras, que não pagavam à Itaipu, que não pagava sua dívida com a Eletrobrás, que não pagava seus empréstimos, obrigando o Tesouro a honrar os seus avais. O endividamento era elevado também com empreiteiros e fornecedores.

Desde então, uma sucessão de administrações, trabalhando mais ou menos sintonizadamente com a área econômica, empreendeu o esforço de reestruturar o setor de energia elétrica, conferindo-lhe um caráter empresarial de forma a levar aos

consumidores os benefícios da qualidade do serviço e das tarifas competitivas.

Concluiu-se que era fundamental para o país implantar um modelo capaz de atrair novos investimentos (ampliando a competição, especialmente na geração, e melhorando a qualidade da regulação), além de promover a privatização e o mercado de capitais como fonte de recursos.

A reação institucionalizada à privatização e revisão do modelo institucional originou-se nos chamados setores corporativos, beneficiados por condições de trabalho e remuneração superiores em muito à média do mercado, sem correspondente desempenho. Agravava o quadro um excesso de pessoal, decorrente de admissões por motivações político-eleitorais.

Embora um núcleo original de excelência existisse em cada uma das empresas, seu espaço de trabalho era limitado e vinha sendo progressivamente invadido. A prática de tarifas subsidiadas pelo Estado criava também alianças desses segmentos com os grandes consumidores, muitos deles empresas estatais.

Reconheceu-se a necessidade de dar início ao processo de privatização ao mesmo tempo em que se procedia ao avanço institucional em leis e regulamentos que configurassem o novo modelo. Com isso esperava-se contar com uma contra-reação pública à resistência corporativa, pois se imaginava que as empresas privatizadas, ao prover um serviço melhor e mais econômico, conquistassem o apoio da população ao processo.

Logo no início de 1993, o Congresso aprovou, após rápida tramitação, a Lei 8.631, marco histórico de maior importância na mudança do processo de decadência empresarial do setor elétrico. Essa lei acabava com a tarifa unificada, eliminava fluxos intra-setoriais de recursos que favoreciam às gestões ineficazes, criava uma fórmula paramétrica para correção automática das tarifas, afastava as autoridades econômicas da manipulação de valores tarifários e promovia o encontro intra-setorial de contas com base nos saldos da Conta de Resultados a Compensar (CRC), uma conta gráfica nos balanços que correspondia a importâncias que as empresas deixaram de arrecadar por não terem praticado tarifas minimamente aceitáveis. Essa conta foi assumida, na ocasião da lei, pelo Tesouro, ou seja, pelos contribuintes, que arcaram com cerca de U$ 26 bilhões.

Quando a lei foi assinada no início de março de 1993, a tarifa média ao consumidor final de energia elétrica havia atingido o seu menor nível, de US$ 33/MWh, e o valor de mercado da Eletrobrás era de US$ 2 bilhões.

Um ano e meio depois, com os seus efeitos consolidados por outra lei, um decreto criando o Sintrel, muitos regulamentos (tratando do incentivo à cogeração, autoprodução, criação do *open-access*, negociação tarifária etc.) e uma gestão empresarial conseqüente, com boa informação ao público e mercado, a média nacional das tarifas se situava em torno de US$ 63/MWh, o valor de mercado da Eletrobrás já era de US$ 25 bilhões e estava criado o território para realização da privatização.

Ainda em 1994, foram licitadas as conclusões pela iniciativa privada das usinas hidrelétricas de Serra da Mesa e Itá no plano federal e D. Francisca no estadual.

A mais intensa privatização dos serviços públicos, porém, só veio a ocorrer posteriormente à aprovação da lei de concessão dos serviços públicos à iniciativa privada, votada em fevereiro de 1995, no governo do Presidente Fernando Henrique.

Conforme estratégia traçada em 1990, a privatização teria início pelas empresas de distribuição para se assegurar a criação de um mercado privatizado de compra de energia.

Esse mercado configuraria um "poder de compra" de nova energia que ensejaria o investimento privado em nova geração, já que o crédito às empresas públicas, sem garantia do Tesouro (ou mesmo com ela), era inexistente.

O processo de privatização da geração, por outro lado, ganharia um certo tempo para ser estruturado, necessário por envolver setor mais complexo do ponto de vista operacional, em face da já mencionada interligação nacional dos sistemas elétricos, envolvendo movimentos de blocos de energia, entre produção e consumo, a distâncias de 1.500 a 2.000 km.

Não se pode deixar de registrar a lentidão do processo na primeira fase, pois foram privatizadas a Escelsa em julho de 1995, a Light em junho de 1996 e a Cerj já no último trimestre de 1996. Apenas em 1997, com a adesão de várias empresas estaduais em operações estruturadas pelo BNDES/BNDESPAR, o processo generalizou-se, sendo privatizado o controle da Coelba, o de duas distribuidoras desmembradas da CEEE, CPFL, Enersul, Cemat, Energipe, Cosern e Coelce.

Com o pequeno movimento de privatizações desde então, salvo em São Paulo com destaque das empresas Metropolitana, Bandeirantes de Distribuição, Cesp Tietê e Cesp Paranapanema de Geração e o início de privatização das geradoras federais pela Gerasul, o quadro atual de privatizações se resume na forma a seguir:

Setor de Distribuição – 162.470 GWh - 60% do mercado – 24 milhões de consumidores – 54% do número de consumidores

Setor de Geração – 7.893 MW – 11% da capacidade instalada

Situação atual

Analisando os resultados do processo desenvolvido até o momento destacamos alguns aspectos importantes da experiência pregressa e desafiantes quanto ao futuro.

a) Progresso da Reforma Patrimonial

Nove anos após o início apenas 22,5% dos ativos do setor estão privatizados. A grande massa de empresas e interesses articulados em torno do remanescente estatal continua tendo mais peso no andamento da política setorial que as novas empresas, menos articuladas entre si.

b) Novas Entidades

A Aneel, órgão regulador implantado, está na sua infância. O ONS teve um início difícil em face da injusta vinculação do seu nome ao apagão ocorrido no episódio denominado na imprensa de "relâmpago em Bauru". O MAE (Mercado Atacadista de Energia) está em fase final de regulamentação.

Esses órgãos, competentemente comandados, ainda são muito influenciados pelos métodos de trabalho e equipes do período estatal precedente, sendo a reciclagem, treinamento e admissão de pessoal novo prioridades essenciais.

A competição no suprimento, embora

já iniciada, deverá se generalizar nos dois ou três anos que se seguem a 2003, sendo prematuro avaliar sua eficácia.

c) Preços Pagos

As privatizações de distribuidoras em 1997 foram realizadas com pagamento de ágios surpreendentes, arrecadando-se um total de cerca de US$ 11 bilhões. Destes, US$ 9 bilhões foram oriundos de fundações de previdência fechadas (área pública) ou financiamentos do BNDES.

Com alguma simplificação, pode-se dizer que o ágio, portanto, foi pago pelo próprio setor público que, eventualmente, voltará a ser chamado a pagar, caso as fundações não obtenham com esses investimentos o retorno atuarial esperado.

O quadro a seguir apresenta a progressão do crescimento do valor das empresas e a queda, após a crise dos mercados da Ásia, em novembro de 1997.

EMPRESA	Ágio	%
Escelsa	1,6	11,78
Light	2,3	zero
Cerj	2,0	30,27
Coelba	5,0	77,38
Centro-Oeste	3,7	93,55
Norte-Nordeste	4,6	82,62
CPFL	5,8	70,1
Enersul	8,1	83,7
Cemat	4,2	21,08
Energipe	5,4	96,05
Cosern	5,5	73,5
Coelce	4,9	27,2
Metropolitana	2,4	zero

Das empresas privatizadas a seguir, a Bandeirantes e a Gerasul foram vendidas sem ágio, mas as geradoras da Cesp, especialmente a Paranapanema, receberam ágios significativos.

d) Novos Investimentos, Tarifas, Qualidade do Serviço

As empresas distribuidoras privatizadas aumentaram, significativamente, os respectivos programas de investimento, o que resultou, pela relativa rapidez das obras desse segmento, numa apreciável melhoria de qualidade para os consumidores finais.



As empresas de geração seguem concluindo obras já iniciadas sem novos investimentos. Certas indefinições regulamentares, conjugadas especialmente com os efeitos macroeconômicos (risco cambial, redução das tarifas quando expressas em dólares), paralisaram ou reduziram em muito a velocidade da implantação de novos projetos, apesar dos esforços do governo em 1999.

O atendimento ao mercado, devido a esse atraso no investimento em geração, está sob altíssimo risco de racionamentos em 2000 e 2001.

Uma visão da "deterioração tarifária" pelo efeito cambial pode ser vista na série a seguir:

Ano	Tarifa (US$/MWh)
90	54
91	44
92	49
93	54
94	61
95	63
96	71
97	74
98	72
99*	49

(*) 9 meses

Percepção Pública

As reações à privatização, hoje, são extremamente variadas e dependem da empresa e região. Algumas empresas tiveram um início bastante problemático como a Light, penalizada por uma década anterior de baixos investimentos, um verão excepcionalmente quente e falhas no processo de comunicação com a comunidade.

Uma visão equilibrada, amparada por estatísticas, demonstra que houve uma melhoria considerável dos índices de qualidade que medem a duração e a freqüência das interrupções (DEC e FEC) em todas as empresas privatizadas, conforme apurado e divulgado sistematicamente pela Aneel.

O grande teste da privatização virá, porém, com o impacto dos atrasos no programa de investimentos na geração. Ficará claro para a população que o setor privatizado é apenas 22,5% do total e ainda na "ponta de distribuição".

Há um ensaio geral de denúncia da iniciativa privada como vilã, por não ser corajosa o suficiente para investir (ou mesmo de querer sempre condições muito privilegiadas...). Enquanto autoridades insinuam que certos itens do contrato de concessão podem não vir a ser cumpridos... pelo governo!!!

Na realidade, ocorre um desconhecimento da lógica dos investidores privados e uma desatenção à criação de mecanismos de aperfeiçoamento do mercado de capitais, preocupação recentemente reconhecida, como objeto de concentração de esforços a serem empreendidos pelo BNDES e BNDESPAR.

Sendo um importante fator de modernização do país, a privatização do setor de energia elétrica, incipiente até o momento, precisa ser ativada, a exemplo do que ocorreu na área das telecomunicações, hoje florescente, competitiva e contribuindo decisivamente para a redução da distância da nossa economia à do mundo desenvolvido, melhorando a qualidade da informação e condições de vida das populações.

JOSÉ LUIZ ALQUÉRES
Ex-secretário nacional de Energia, ex-prsidente da Eletrobrás; *Honorary Vice-President do World Energy Council.*

CSN e Telemar: *O que mudou com a privatização*

O PROCESSO DE PRIVATIZAÇÃO INICIADO HÁ NOVE ANOS NO PAÍS apresentou até agora — e com raríssimas exceções — benefícios para a saúde das empresas e uma autêntica revolução na qualidade dos serviços prestados aos consumidores. A transferência do comando das estatais para o setor privado melhorou a gestão administrativa e aumentou a eficiência no atendimento. Os reflexos na economia brasileira, com o aumento dos investimentos, a livre concorrência e a entrada de novas tecnologias, também foram evidentes, apesar de o impacto das mudanças ter atingido as empresas de modos distintos.

Um dos setores mais beneficiados com a mudança de ares foi o siderúrgico e a empresa que melhor ilustra a diferença de desempenho em relação ao passado é a Companhia Siderúrgica Nacional (CSN), de Volta Redonda, privatizada em abril de 1993. A companhia, que era altamente deficitária, conseguiu estruturar-se e tornar-se lucrativa, a ponto de ser considerada hoje, por alguns analistas, a siderúrgica de mais baixo custo do mundo. Na lista das 500 Maiores Empresas do Brasil, divulgada por *Conjuntura Econômica* em agosto deste ano, a CSN ocupa o 12º lugar na classificação geral e o 1º lugar, no setor metalúrgico.

O setor de telefonia, ao contrário, situa-se entre aqueles onde as vantagens decorrentes da privatização têm levado mais tempo para chegar ao dia-a-dia do cidadão comum, basicamente, em razão do grande atraso tecnológico do sistema no país. O melhor exemplo das dificuldades enfrentadas pelas empresas, neste caso, é o da Telemar, antiga Telerj e 22º lugar no *ranking* da FGV. Apesar dos grandes avanços registrados em apenas um ano meio após a desestatização, a companhia ainda atende a milhares de reclamações em todas as regiões do país onde está presente. Na opinião do presidente da *holding*, Manoel Horácio Francisco da Silva, boa parte das reclamações se deve ao fato da decepção do consumidor, a quem foi vendida a expectativa de que a privatização iria melhorar a telefonia nacional, quase que de imediato, ou seja, "da noite para o dia".

Foco – A principal mudança ocorrida na companhia após o leilão de julho de 98 foi a diferença de foco, que era o de uma companhia estatal – a antiga Telebrás – para o de uma empresa de mercado voltada para o atendimento ao cliente. "Mas esse é um processo não apenas cultural. Significa alterar todos os procedimentos da companhia em relação aos clientes. Nós estamos redefinindo a posição do consumidor, que não pode ser mais tratado como um paciente que ficava numa fila de espera por anos e anos aguardando o seu telefone", observa Manoel Horácio.

A primeira grande evidência de que a realidade já começou a ser redesenhada, segundo o presidente da Telemar, foi a extinção do mercado negro de telefone. Nas regiões onde esse tipo de atividade ainda sobrevive, os preços são muito baixos. A previsão do dirigente é de que dentro de, aproximadamente, seis meses a demanda reprimida por telefones desapareça por completo. "A percepção do mercado só vai ser total quando você chegar a níveis de qualidade satisfatórios. Nós já melhoramos isso terrivelmente, mas ainda não foi percebido porque os poucos que ainda não foram favorecidos fazem um barulho enorme e esse, é claro, é um direito deles", explica.

Outro dado que comprova a evolução da companhia rumo a seus objetivos é que até seis meses atrás, o índice de defeitos em cada 100 terminais chegava a 20, número que, de acordo com as informações da companhia, caiu para apenas três. Já o índice de erros em conta telefônica, que antes era de 30 em 1.000, despencou para quatro. "Quem diz que a privatização não melhorou nada, esquece que o sistema andou doente durante 30 anos", frisa. Manoel Horácio está convicto de que os frutos da privatização serão colhidos a médio prazo. Mais especificamente, até o fim deste ano, quando ele espera que o mercado esteja "atendido e satisfeito".

CSN – A reestruturação de áreas-meio da companhia, como financeiro, jurídico, contabilidade e relações com o mercado, investidores e clientes foi, também, a prioridade escolhida pela CSN, na passagem do setor público para o privado. A presidente da empresa, Maria Silvia Bastos Marques, lembra que o processo durou dois anos e deu maior agilidade e flexibilidade aos negócios. "Essas mudanças alteraram o desempenho da companhia que era deficitária e só não faliu antes da privatização porque era constantemente socorrida pelo Tesouro Nacional, que fazia vultosos aportes de recursos para mantê-la", assinala.

Hoje, conforme faz questão de frisar Maria Silvia Bastos Marques, a CSN é uma

empresa muito lucrativa, tendo registrado lucro líquido de R$ 464,4 milhões em 1998 e, nos nove primeiros meses do ano passado, apresentou um desempenho operacional excepcional, apesar de ter sido fortemente atingida pela desvalorização cambial de janeiro. Ela destaca que a boa posição da companhia no mercado foi, sem dúvida, fortemente influenciada pelos altos níveis de investimentos na usina de Volta Redonda e em logística, o que propiciou uma substancial redução de custos.

Essa elevada competitividade tem permitido à CSN uma grande flexibilidade no direcionamento de suas vendas e, ao mesmo tempo, capacidade para enfrentar as flutuações de preço no mercado internacional, mantendo uma forte posição de mercado. Ainda de acordo com Maria Silvia, em mercados de alto valor agregado a CSN conseguiu, no período de janeiro a setembro de 1999, absorver 79% do mercado de laminados galvanizados e 98% do mercado de folhas-de-flandres do país.

Resultados – Outro investimento de relevância que contribuiu para o cumprimento de metas nas duas companhias foi aquele realizado na imagem corporativa. "Buscamos um maior diálogo com os empregados, informando-os dos acontecimentos e decisões, sempre que possível, em primeira mão. Assim, com uma equipe capacitada, adaptável e informada, não foi difícil implantar as mudanças", informa. Ela acrescenta que a vinda de novos profissionais que acabaram se somando aos "veteranos da casa" na busca de uma nova cultura e personalidade para a companhia também foi importante.

Como ferramenta de gestão, foi implantado em 1997 o Programa de Metas como parâmetro para a distribuição de Participação nos Lucros e Resultados (PLR) a todos os funcionários. "A implantação da PLR é um passo fundamental para que uma nova cultura seja implantada na empresa. Ou seja, todos passam a analisar o resultado global da companhia e têm consciência de quanto cada área representa para o resultado das metas atingidas", destaca.

A Telemar seguiu caminho idêntico ao implantar um sistema de meritocracia que, segundo o presidente Manoel Horácio da Silva, mudou por completo o envolvimento dos funcionários com os objetivos da empresa. "Antes, nenhum empregado precisava fazer mais que o outro porque ninguém seria beneficiado com isso. Era um sistema igualitário e desmotivador para todos. Então, o que está mudando é que existe um sistema de gestão de resultados, uma meritocracia que motiva as pessoas e os nossos colaboradores internos a mudar de atitude perante a companhia e o mercado. Agora existe um compromisso com resultados", enfatiza.



Investimentos – Outro diferencial das empresas privatizadas em relação às do setor público é a capacidade de geração de novos investimentos para levar adiante as mudanças planejadas. No caso da Telemar, os recursos previstos para este ano, objetivando somente a atualização do sistema, são da ordem da R$ 2,5 bilhões, semelhantes aos R$ 2,4 bilhões investidos em 1999 e 1998. "Quando assumimos, o nível de digitalização do sistema era de 60% e superou 80% no fim do ano passado. Significa apenas a troca de uma planta analógica por uma digital; ou seja, nenhuma capacidade adicional foi acrescentada à planta. E além do aumento, na planta, de 1,7 milhão de novos aparelhos, também foi processada a transformação de 400 mil linhas analógicas em digitais."

Se a Telemar prioriza a melhoria da qualidade e a expansão do sistema, a CSN incluiu entre os investimentos previstos para este ano a modernização de equipamentos, como o alto-forno 3. A parada para a modernização, programada para maio de 2001, terá uma duração de 90 dias. O investimento total neste projeto é de cerca de US$ 150 milhões e, no pico dos serviços, vai gerar cerca de 2.000 postos de trabalho, entre fabricação e montagem. Os equipamentos serão fabricados, fundamentalmente, no mercado nacional. A companhia também pretende investir US$ 140 milhões na reforma de seu Laminador de Tiras a Quente 2.

Outro projeto é prosseguir a implantação de dois projetos de expansão de capacidade de galvanização, a GalvaSud e a CISA, com recursos totais da ordem de US$ 500 milhões. Com esses investimentos, e ainda segundo Maria Silvia, a CSN deverá ultrapassar a marca de 1,5 milhão de toneladas de capacidade de produção, o que representa quase o dobro da capacidade instalada atual. ˅

Rui Pizzarro
IBRE/FGV

OMC

Seattle, *desastre global?*



LIA VALLS PEREIRA
liavalls@fgv.br

UM DESASTRE GLOBAL" É O TÍTULO do editorial da revista "The Economist" sobre a III Conferência Ministerial da Organização Mundial de Comércio (OMC), realizada o ano passado em Seattle. Na década de 80, as difíceis negociações para deslanchar a Rodada Uruguai — quatro anos foram necessários para que os membros do Acordo Geral de Tarifas e Comércio chegassem a uma agenda consensual — acabaram decretando a falência do GATT.

Mas o GATT não morreu e, no final da Rodada, o sistema multilateral de comércio saiu fortalecido com a criação da OMC. O fracasso em Seatlle pode chamuscar o brilho da OMC, mas a probabilidade de que a instituição deixe de ser o centro de referência para as negociações do comércio mundial é mínima. No entanto, e mais uma vez, ficou claro em Seattle que os temas prioritários para os países em desenvolvimento continuam nos bastidores do debate sobre o comércio mundial.

A idéia de se criar uma organização internacional do comércio faz parte do debate que ocorreu após a Segunda Guerra Mundial com a Carta de Havana, contendo regras sobre investimentos, serviços, práticas de negócios e relações entre comércio, desenvolvimento e emprego. A Carta incorporaria um acordo sobre negociações tarifárias — Acordo Geral de Tarifas e Comércio (GATT) — que foi utilizado, em 1946, para que os países já pudessem iniciar a redução de barreiras criadas durante o período da guerra.

Em 1948, o GATT foi reconhecido como um acordo internacional provisório para negociações tarifárias. Quanto à idéia de uma instituição internacional sobre a regulação do comércio mundial, essa acabou sendo rejeitada pelo Congresso dos Estados Unidos. Na ausência dessa instituição, o GATT funcionou até 1994

como o "órgão de fato" do comércio mundial, embora não passasse de um acordo provisório.

As negociações no GATT se realizavam por meio de "rodadas". Essas não obedeciam a nenhum calendário pré-fixado e dependiam de um consenso dos países-membros em relação a uma agenda para negociações. Até o início dos anos 60, foram realizadas cinco rodadas de negociações voltadas, exclusivamente, para a questão de redução de tarifas. Em seguida, as rodadas Kennedy (1964-1967) e Tóquio (1973-1979) começaram a introduzir outros temas — códigos para a investigação de subsídios e direitos anti-*dumping*, por exemplo. Finalmente, a Rodada Uruguai (1986-1993) veio incorporar os "novos temas" nas negociações comerciais: serviços, investimentos e propriedade intelectual.

Durante a Rodada Uruguai, a idéia de se criar uma organização internacional do comércio acabou sendo ressuscitada. Em janeiro de 1995, entrou em vigor a Organização Mundial do Comércio (OMC), que incorporou as regras negociadas pela Rodada Uruguai — GATT 1994 — e se constituiu num organismo permanente de negociações sobre o comércio mundial.

Conferências ministeriais são previstas a cada dois anos pelo menos, desde a sua criação, e representam a instância máxima de decisões na OMC. Somente nas Conferências é que novas regras podem ser implementadas sobre quaisquer das áreas cobertas pela OMC ou sobre novas áreas a serem reguladas, desde que haja uma decisão consensual.

Em dezembro de 1996 foi realizada a Primeira Conferência Ministerial, em Singapura, onde foi firmado o Acordo de Tecnologia da Informação, de adesão voluntária. Em maio de 1998, na Conferência de Genebra, foi firmado um acordo sobre comércio eletrônico no qual os membros da OMC concordaram que não cobrariam nenhum imposto sobre transmissões eletrônicas, até que o tema fosse retomado na Terceira Conferência Ministerial.

Ao final da Rodada Uruguai, houve consenso de que diversos temas requeriam novas negociações — *The Built-in-Agenda*. Na área de serviços, diversos segmentos não haviam sido contemplados na Rodada, como o setor de telecomunicações básicas, alvo de um acordo em 1997. Na agricultura, o grande mérito fora o de trazer o setor para a disciplina do GATT, mas era reconhecido que o grau de liberalização alcançado ainda era pequeno. Um aprimoramento nas regras sobre propriedade intelectual e um acompanhamento do uso das aplicações de medidas anti-*dumping* e subsídios eram previstos.

Nesse contexto, duas negociações se destacavam: uma revisão geral da negociação agrícola, em 1999, e uma nova

O que falta na agenda da OMC é o tema da cooperação internacional.

rodada de negociações sobre todo o setor de serviços, no ano 2000. Paralelamente, novos temas foram sendo trazidos para o debate sobre as regulamentações do comércio mundial. Alguns já fazem parte das regras da OMC (compras governamentais e acordos regionais), outros são objeto de comitês especiais ou grupos de trabalho (meio ambiente, comércio eletrônico e políticas de competição, medidas para facilitar o comércio) e alguns estão fora do debate na OMC (direitos e normas de trabalho).

A Terceira Conferência Ministerial

A idéia de transformar a Terceira Reunião Ministerial — que deveria se concentrar no tema agrícola — numa oportunidade para se discutir uma rodada ampla de negociações partiu, principalmente, da União Européia. Uma motivação seria a de atenuar a pressão sobre demandas de liberalização agrícola. A introdução de outros temas permite, por exemplo, que alguns países renunciem, em parte, a pedidos de mudanças substanciais na política agrícola comum européia, caso a moeda de troca de negociação seja uma maior liberalização em setores industriais.

A ampliação da agenda de negociações gerou uma diversidade de demandas para a construção de um consenso, o que não ocorreu. Ganharam as manchetes as pressões exercidas pelas organizações não-governamentais nos temas relativos ao meio ambiente e direitos de trabalho. No entanto, privilegiando a ótica dos países em desenvolvimento (PEDs), o que seria uma agenda positiva para a Rodada do Milênio?

É necessário salientar que as negociações da Rodada Uruguai não produziram um resultado eqüitativo para todos os países-membros. Áreas tradicionais de interesse dos países em desenvolvimento foram sujeitas a negociações com cronogramas de liberalização extensos ou reduzidos. O setor agrícola é o exemplo mais citado. A transformação das barreiras não-tarifárias em tarifas levou à taxação de alguns produtos com tarifas de até 550%, como o arroz polido no Japão.

A redução dos subsídios agrícolas também foi limitada: criaram-se cláusulas especiais para que o custo dos ajustes nos produtos afetados por essas reduções fosse atenuado e a disciplina no uso de medidas impostas por questões de segurança constituem uma área relativamente cinzenta. O desmantelamento do Acordo Multi-Fibras, que regulamentava mediante cotas o comércio de têxteis e vestuário entre os países desenvolvidos e os em desenvolvimento, estabelece um cronograma no qual cerca de 50% dos produtos cobertos pelo acordo só estarão isentos no ano 2004. Logo, um período de adaptação de 10 anos foi concedido às indústrias dos países desenvolvidos.

Aos PEDs foi exigida adesão total aos princípios negociados na Rodada Uruguai, como propriedade intelectual, medidas de investimentos e aplicação de práticas de subsídios. Nesse último caso foram considerados permitidos os de uso freqüente nos países desenvolvidos, como incentivos à pesquisa e desenvolvimento, meio ambiente e desequilíbrios regionais. Ao mesmo tempo, grande parte desses países, como parte da nova agenda da

economia mundial, implementou reformas profundas de liberalização comercial e financeira, além de redefinições no papel do Estado.

O comércio não é neutro do ponto de vista distributivo. Nos países desenvolvidos, os grupos defensores de sanções comerciais em relação ao não-cumprimento de normas trabalhistas encontram forte apoio dos sindicatos. Dizer que o livre comércio mundial maximiza o bem-estar total dos países não resolve o problema dos setores domésticos afetados negativamente com a abertura comercial. A União Européia, que pode ser considerada um exemplo do exercício de liberalização, implementa diversos programas de cooperação para atenuar o custo dos setores prejudicados e das economias menores com recursos escassos para promoverem programas amplos de reestruturação produtiva. O que falta na agenda da OMC é o tema da cooperação internacional.

Em 1958, o Relatório Haberler já apontava como uma das causas de falta de dinamismo das exportações dos PEDs o alto grau de proteção efetiva das matérias-primas processadas nos países desenvolvidos. As rodadas de negociações tarifárias no âmbito do GATT se concentravam nos produtos manufaturados de interesse para os países desenvolvidos, permitindo a expansão do comércio intra-indústria, e simplesmente deixavam fora produtos agrícolas. Seguindo essa constatação, a UNCTAD (*United Commissionon Trade and Development*) ganhou peso no debate internacional, propondo que a redução do hiato entre países desenvolvidos e em desenvolvimento deveria se pautar "em comércio e não em ajuda".

Em discurso em Seattle o Secretário Geral da UNCTAD, o embaixador Rubens Ricupero, reviveu o lema da UNCTAD afirmando que os países em desenvolvimento precisam de "acesso a mercados, não capital especulativo e dívidas; comércio, não *hot money*". A afirmação não deve ser entendida como um repúdio à entrada de capital, mas que crescimento econômico sustentável vem acompanhado da elevação da poupança doméstica, propiciado pelo aumento da renda. Só que esse aumento de renda depende também de um maior acesso aos mercados dos países mais ricos. Não só na área agrícola, mas também em setores manufaturados tradicionais, alvos freqüentemente de medidas protecionistas nos países desenvolvidos.

A União Européia sempre foi contra o fim dos subsídios e a liberalização do comércio agrícola

Para alguns, o fracasso de Seattle se confunde com uma derrota para os defensores do livre comércio e uma vitória para os críticos da globalização. Sob outro prisma, a história em Seattle mostra mais uma vez a dificuldade de compor uma agenda em que efetivamente o tema de comércio se associe ao do desenvolvimento. Não foi essa a prioridade do GATT e não tem sido a da OMC.

Após Seattle

Impasses fazem parte de negociações. Em dezembro de 1990, quando deveria ser anunciado o término das negociações, os membros do GATT decidiram que precisavam rever alguns pontos. A mesma Rodada ilustra como impasses podem ser resolvidos. Demandas de ampla liberalização agrícola e término dos subsídios foram sempre rechaçadas pela União Européia, criando dúvidas quanto à possibilidade de um acordo. No final, um acordo entre os Estados Unidos e a União Européia —"Acordo de Blair" — foi apresentado como a solução possível para saída do impasse, resultando em resultados muito aquém das aspirações dos país em desenvolvimento.

A OMC é um fórum permanente de negociações, o tema agrícola e outros da *Buit-in-Agenda* estão entre os compromissos assinados na Rodada Uruguai. Adiar por longo tempo a retomada dessas negociações prejudica não só o interesse dos países exportadores de produtos agrícolas, como também inviabiliza a consideração de temas priorizados pelos Estados Unidos e pela União Européia, como maiores reduções tarifárias em produtos manufaturados nos PEDs e regulações em áreas de investimento, políticas de competição, entre outros.

O importante é que o "preço a pagar" para a retomada das negociações não seja somente exigências que atendam aos interesses das grandes economias do comércio mundial. Em especial, nas áreas que demandam harmonizações e/ou convergências de regulamentações em relação aos quais os países em desenvolvimento possuem parca experiência. A concepção de que a globalização exige essa harmonização mascara o fato de que essas são pensadas em função dos quadros institucionais dos países desenvolvidos e atendem, muitas vezes, a interesses dos setores atuantes no comércio mundial.

Finalmente, não se pode ignorar o papel das organizações não-governamentais. Deixando de lado o mérito de algumas dessas demandas, que se confundem às vezes com solicitações apenas de maior protecionismo, elas apontam que as sociedades civis nos países desenvolvidos querem influenciar nas regulamentações dos organismos multilaterais. Assim, uma nova exigência recai sobre os países em desenvolvimento — as sociedades civis nesses países devem realizar um maior esforço para participar desses movimentos, sob o risco de que algumas agendas dessas organizações priorizem apenas os interesses das populações dos países ricos em nome de "conceitos que consideram globais".

Diferente dos que identificam um mundo de livre comércio com um mundo de poucas regulamentações, o liberalismo no comércio mundial é acompanhado crescentemente de demandas por regras que são negociadas politicamente entre os países ■

A SERVIÇO DO PAÍS

A contribuição da FGV ao país em mais de meio século é narrada em livro que também destaca o papel daqueles que a trasnformaram em uma das instituições de maior influência na vida nacional

MEIO SÉCULO DA FGV

D'Araujo, Maria Celina, FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS, CONCRETIZAÇÃO DE UM IDEAL. Editora da FGV, Rio de Janeiro, 1999.



Por inspiração de Luis Simões Lopes, em 1944 surgiu oficialmente a Fundação Getúlio Vargas. Seu objetivo: contribuir para o desenvolvimento brasileiro através do ensino e da pesquisa, particularmente nos campos da administração e da economia. Embora tenha exercido grande influência na vida nacional, só recentemente a história da FGV começou a ser narrada quando já não mais existiam alguns de seus principais vultos - Eugenio Gudin, Octávio Gouvea de Bulhões, Mário Henrique Simonsen, Luiz Alves de Mattos, Themistocles Brandão Cavalcanti, João Carlos Vital, Emílio Mira e Lopes, Carlos Medeiros da Silva, entre outros. Este lançamento de nossa Editora deseja oferecer a seus leitores uma visão retrospectiva desse meio século de vida da entidade de marcantes contribuições ao país. Ou, como diz o atual presidente da FGV, Jorge Oscar de Mello Flôres, com este livro se pretende dar uma idéia real das lutas enfrentadas e dos êxitos obtidos pela FGV, com sua preocupação de pioneirismo, qualidade, ética e de bem servir ao Brasil.

HISTÓRIA

Wehling, Arno e Wehling Maria José. FORMAÇÃO DO BRASIL COLONIAL, Editora Nova Fronteira, Rio de janeiro, 1999.



Os autores oferecem um interessante estudo sobre a interação dos três grupos étnicos que atuavam sobre a realidade social do Brasil entre os séculos XVI e XIX, levando em conta as inúmeras diferenças entre esses grupos — seja em suas estruturas sociais, econômicas, políticas ou ideológicas — que estavam freqüentemente em conflito entre si e com o meio social sobre o qual atuavam. Obra acessível ao leitor não especializado em história, destituída de grandes pretensões de erudição ou discussões teórico-metodológicas.

O ARTÍFICE DO BRASIL MODERNO

Perez, Reginaldo Teixeira. PENSAMENTO POLÍTICO DE ROBERTO CAMPOS. Editora da Fundação Getulio Vargas, Rio de Janeiro, 1999.

A gravitação do acadêmico Roberto Campos sobre a vida brasileira levou Reginaldo Perez a lançar-se na aventura de conceber uma tese de mestrado sobre a vida e a obra do mais discutido líder político brasileiro dos últimos 50 anos. Daí nasceu uma interessante pesquisa sobre o criador do BNDE, do Sistema Financeiro da Habitação e do FGTS, iniciativas que geraram milhões de empregos, milhões de unidades habitacionais e terminaram por substituir o esclerosado sistema de estabilidade no emprego que mais protegia as empresas que os trabalhadores. É também graças a Roberto Campos, na companhia do economista Gilberto Paim, que os brasileiros puderam entrar na era do computador, depois de se verem, literalmente, impedidos de fazê-lo ao longo dos anos 70 e 80, pela tristemente célebre Lei da Informática. A obra de Campos, parceiro de Eugenio Gudin e de Octávio Gouvea de Bulhões, no recente e acelerado processo de desenvolvimento, somente agora começa a ser analisada e este lançamento da Editora da FGV é um bom início. Não por acaso o agora membro da Academia



Brasileira de Letras é considerado um dos fundadores do Brasil Moderno.

O EXECUTIVO DO SÉCULO XXI

Bauer, Ruben. A GESTÃO DA MUDANÇA. Editora Atlas, Rio de Janeiro, 1999.

Qual o caminho visionário do executivo do século XXI? Para o autor a resposta está na coragem de assumir a renovação de seus próprios referenciais de pensamento e de interpretação da realidade, o que também significa mudar conceitos e paradigmas. Compreender enfim a inutilidade de se lutar contra a mudança, e propor-se a dialogar com ela, e passar a vê-la como a parceira indiscutível do processo evolutivo. Ruben Bauer afirma que a empresa do futuro, a empresa auto-organizante, terá modelos de gestão e organização derivados das teorias do caos e da complexidade que chega a expor com bastante claridade nesse lançamento da Atlas.



ADMINISTRANDO

Melo, Ivo Soares. ADMINISTRAÇÃO DE SISTEMAS DE INFORMAÇÃO, Editora Pioneira, São Paulo, 1999.

Este lançamento recente da Pioneira analisa a empresa como sistema, dando ao leitor uma visão holística que servirá de base para sua atuação em estruturas das mais complexas.



A obra foi dividida em quatro seções. Na primeira delas, são estudados os sistemas de informação e a gestão administrativa. Na seção seguinte, o autor aborda o uso gerencial da informação, que envolve as fases e níveis de planejamento e organização. A terceira seção trata do desenvolvimento de projetos de sistema - projeto lógico, estudo de alternativas e custos, desenvolvimento do projeto físico, anteprojeto, operacionalização e implantação de rotinas. A quarta e última seção é dirigida aos aspectos comportamentais que surgem durante a administração dos sistemas de informação.

Ib Teixeira

GLOBALIZAÇÃO E MOEDA

Franco H.B. Gustavo. O DESAFIO BRASILEIRO, Prefácio de Pedro Malan, Editora 34, São Paulo, 1999.



A retomada do desenvolvimento se transformou em lugar comum de todas as correntes do pensamento brasileiro. Mas a pergunta é crucial: como exatamente deve ser esse desenvolvimento? Os novos caminhos coexistirão com a inflação galopante? Irão se opor à globalização e às enormes entradas de capital estrangeiro? Velhos conceitos desenvolvimentistas voltarão a predominar? Este livro de Gustavo Franco oferece respostas candentes para todas estas dúvidas, tanto no plano teórico como na oferta de alternativas concretas. Com a autoridade de quem foi um dos primeiros a enfrentar o desafio de criar poderosas âncoras, especialmente a de tipo cambial, ao autor também caberia a tarefa de reinventar o desenvolvimento quando em maio de 1993 juntou-se ao pequeno grupo que montou o Plano Real com a parceria do então ministro da Fazenda, FHC. Para Pedro Malan, o livro de Gustavo Franco oferece uma inestimável contribuição ao debate sobre política econômica no Brasil. Já o autor fala com franqueza: A cultura da moeda sadia não se encontrava, como não se encontra, estabelecida no mundo político que não sabe — e possivelmente não se interessa por saber — que a inflação é resultado do déficit público gerado na esfera política e que tem, como conseqüência, a tributação do pobre. A saúde da moeda é um elemento importante da cidadania; uma parte essencial da constituição da Nação.

Relatório da inflação, OMC, Sistema Monetário Europeu e EVA





O Banco Central do Brasil publica trimestralmente no endereço www.bcb.gov.br/htms/relinf/frmdef.asp o Relatório de Inflação, onde é avaliado o desempenho do regime de metas para a inflação, delineado o cenário prospectivo sobre o comportamento dos preços e explicitadas as condições das economias nacional e internacional que orientaram as decisões do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central com relação à condução da política monetária.

Um sumário do que a Organização Mundial do Comércio faz, de seus benefícios e dos mal entendidos a respeito da Organização estão disponíveis no endereço da OMC (www.wto.org), em inglês, francês e espanhol. São de particular interesse os documentos "Dez mal-entendidos freqüentes sobre a OMC", que discute os prós e contras do sistema multilateral de comércio, e "Dez benefícios do sistema de comércio da OMC", ambos disponíveis no endereço www.wto.org/download/download.htm.

Os interessados no debate a respeito da criação de uma moeda única para o Mercosul podem se beneficiar da leitura de *The future of EMU: what does the history of monetary unions tell us? (O futuro do Sistema Monetário Europeu (SME): o que a história da uniões monetárias nos revelam?)*, de Michael D. Bordo e Lars Jonung, disponível no endereço papers.nbr.org/papers/W7365. Os autores discutem as principais limitações do Sistema Monetário Europeu, entre outras, a ausência da função de emprestador de última instância, de uma autoridade central de supervisão do sistema financeiro do SME e a ausência de coordenação das políticas fiscais nacionais dentro do SME.

No endereço www.pitt.edu/~roztocki/abc/abc.htm está a bibliografia comentada sobre a criação de valor para o acionista, com artigos em várias línguas, incluindo o inglês e o espanhol. O leitor encontra no site o endereço de Stern Stewart & Co. e estudos de casos, incluindo os da Coca-Cola, da Eli Lily e da Whirlpool.

A grande *oportunidade*

Por CARLOS IVAN SIMONSEN LEAL
Vice-presidente da FGV

Há vinte anos o Brasil vem crescendo a um ritmo insuficiente para garantir a sua entrada no clube das nações desenvolvidas. Ao processo de industrialização acelerado das décadas anteriores a 1980 sucedeu-se um longo período de quase estagnação, onde anos de maior crescimento do PIB foram irremediavelmente seguidos de anos de recessão, tornando impossível uma melhor distribuição de renda e um aumento do grau de satisfação geral em função da taxa de expansão demográfica.

Do ponto de vista político-econômico, o período começa no fim do regime militar com a fadiga do modelo de crescimento no qual o Estado era o grande empreendedor. Passa pela Constituição de 1988 que, com suas inconsistências contábeis, ampliou o desequilíbrio fiscal do governo federal, sendo a causa principal dos surtos de hiperinflação posteriores. E culmina com o Plano Real que estabilizou a moeda, mas a um custo fiscal elevado.

Na raiz desses problemas está o déficit público e o seu financiamento. É fácil entender porque uma situação de déficit público estrutural leva a um processo inflacionário e porque isso inibe o crescimento. Mais difícil é compreender que a saída de uma situação dessas não pode ser conseguida pela simples redução das despesas e aumento dos impostos.

Uma das principais características de todo esse período foi a quase incapacidade do Tesouro Nacional de se financiar, colocando títulos longos que fossem menos sensíveis às flutuações dos juros de curto prazo e a um custo que não acarretasse dúvidas quanto à viabilidade da rolagem da dívida pública no longo prazo.

Quanto mais longa a dívida, mais cara para o governo. Quanto mais cara, maior o déficit público. Quanto maior o déficit, menor a crença de que a dívida pública seria paga e, portanto, maior o prêmio exigido pelo mercado. A solução é sempre uma situação na qual a parcela da poupança interna, potencialmente disponível para investimento de longo prazo, fica quase toda aplicada no curto, sem a possibilidade do setor produtivo usá-la para se alavancar, pois está toda voltada para o financiamento de curto prazo da dívida do governo.



Os que ingressam hoje no mercado de trabalho têm o nível educacional médio mais alto de nossa história

Como não há país cujo desenvolvimento possa ser sustentado apenas por investimento externo — onde a poupança interna alavanque o investimento privado interno que não tenha uma estrutura a termo de taxas de juros baseada em títulos públicos de curto, médio e longo prazos —, é importante construir o *benchmark* da dívida pública para alavancar a dívida privada.

Após o brutal encurtamento na maturidade média da dívida pública antes e depois da desvalorização, o novo time no Banco Central conseguiu alongar a maturidade da dívida interna colocando LFTs. O que se não é o ideal por causa da sensibilidade instantânea deste tipo de papel às variações no juro de curto prazo, foi o possível dada a delicadeza do momento e foi realizado com muita habilidade.

Isso fez com que várias empresas lançassem debêntures atreladas às taxas do CDI, que varia proporcionalmente às das LFTs. São, provavelmente, recursos a serem utilizados como capital de giro devido à natureza das operações e uma demonstração do potencial latente. Mas como realizar a restruturação da dívida interna com a colaboração voluntária dos agentes econômicos, incentivando nossa capacidade de crescimento?

Em primeiro lugar, parece ser muito difícil colocar papéis longos (mais de um ano) pré-fixados neste momento. E a colocação de papéis indexados do tipo das antigas ORTNs (NTNs atualmente) é delicada por causa do efeito sobre as expectativas quanto a uma eventual reindexação da economia.

Após a desvalorização do início do ano, o primeiro caminho é praticamente impossível e as expectativas quanto à reindexação via NTNs dependem de como o Banco Central vai operar no mercado secundário desses títulos. Se prevalecer o que foi no passado, com o BACEN comprando e vendendo os títulos com correção integral mais juros, a reindexação virá de forma inevitável. Porém se isso não acontecer, se o BACEN educar o Mercado, as chances de reindexação são nulas: vários países, inclusive os EUA, têm papéis indexados e nem por isso as suas economias estão indexadas.

A reestruturação da dívida pública interna feita desta forma tornaria possível aproveitar um excepcional momento na nossa história demográfica, quando três fatos concorrem ao mesmo tempo: a taxa de crescimento demográfico desacelera brutalmente; a taxa de crescimento da população potencialmente ativa ainda é alta; e os que ingressam no mercado de trabalho têm o nível educacional médio mais alto de nossa história.