

## BRASIL

**Benefícios e custos da abertura do comércio exterior**

**Interações entre política industrial e política comercial**

**Atividade inovadora dos grupos multinacionais industriais**

**As micro e pequenas empresas nas exportações entre 2009 e 2017**



## ARGENTINA

**Macroeconomia sob tutela do FMI**



## 2 EDITORIAL

Abertura comercial, política industrial e instrumentos de defesa comercial em debate

Ricardo Markwald

---

## 3 ABERTURA COMERCIAL

Benefícios e custos da abertura do comércio exterior do Brasil

Otaviano Canuto

---

## 8 POLÍTICA COMERCIAL E INDUSTRIAL

Interações entre política industrial e política comercial no Brasil:  
da era desenvolvimentista à indústria 4.0

Ana Paula Repezza, Carlos Pio, Eduardo Leoni,  
Luís Gustavo Montes, Rafael Moreira e Rebeca Gouget

---

## 24 A ATIVIDADE INOVADORA DAS MULTINACIONAIS

Atividade inovadora dos grupos multinacionais industriais brasileiros

---

## 38 AS MPE NAS EXPORTAÇÕES BRASILEIRAS

As micro e pequenas empresas nas exportações brasileiras no período 2009-2017

---

## 56 ARGENTINA

A macro argentina sob a tutela do FMI

Ramiro Albrieu e Guillermo Rozenwurcel

---

## 64 DEFESA COMERCIAL

Um comentário a favor da defesa comercial

Aluisio de Lima-Campos

---

## A macro Argentina sob a tutela do FMI



Ramiro Albrieu

Guillermo  
Rozenwurcel

Ramiro Albrieu  
é pesquisador do Cedes e docente na  
Universidade de Buenos Aires (UBA)  
É economista graduado pela UBA

Guillermo Rozenwurcel  
é pesquisador do Conicet e professor titular na Universidade  
de Buenos Aires e Universidade Nacional de San Martín.  
É economista, graduado pela UBA e Mestre pela PUC/RJ

### O NOVO PROGRAMA

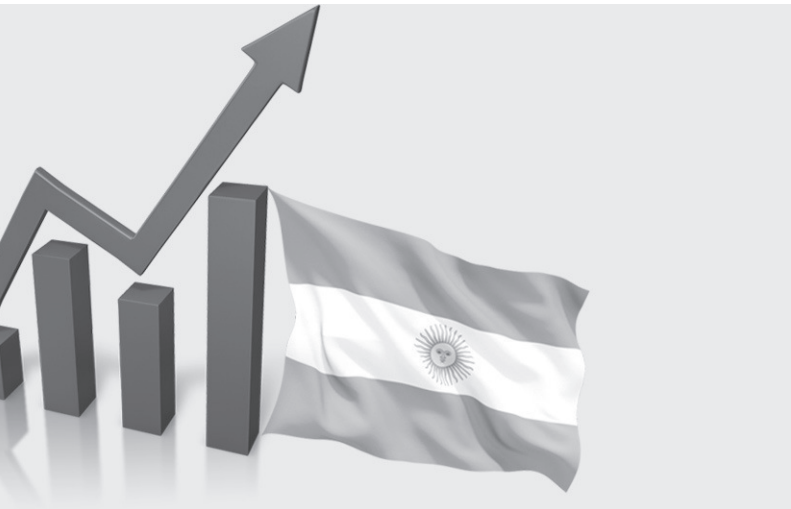
Após uma primeira tentativa fracassada, as autoridades econômicas da Argentina firmaram, no final de outubro, um segundo acordo *stand-by* com as autoridades do Fundo Monetário Internacional (FMI). No programa revisto, o montante do empréstimo se eleva de US\$ 51 bilhões a pouco mais de US\$ 57 bilhões e antecipam-se recursos para a etapa inicial do empréstimo, basicamente até o final do governo de Mauricio Macri, deixando cerca de 10% dos desembolsos para o restante do programa (2020 e 2021) [Gráfico 1].

O que o novo plano econômico traz? O novo esquema de políticas apresentado pelas autoridades diferencia-se daquele contido no primeiro acordo em um ponto fundamental: ele possui consistência interna. As políticas fiscal, monetária, cambial e salarial apontam no mesmo sentido: a redução dos fortes desequilíbrios fiscais e externos existentes na economia argentina.

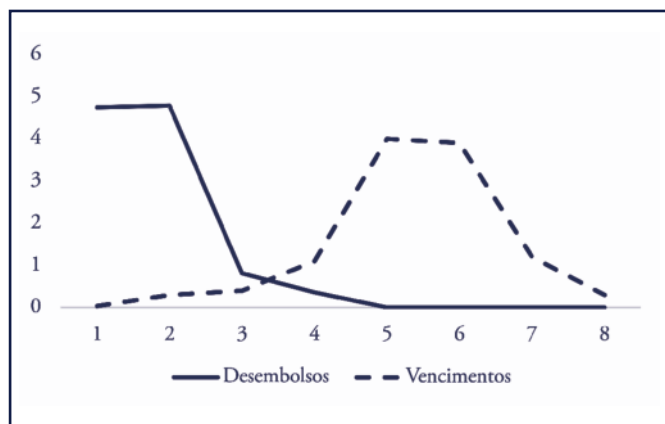
Mais especificamente, a estratégia de política macroeconômica tem os seguintes componentes (Quadro 1):

- Primeiro, uma aceleração no ritmo da consolidação fiscal, chegando a um equilíbrio primário em 2019 e superávits primários tanto em 2020 quanto em 2021.
- Segundo, uma política monetária que abandona o regime de metas de inflação e propõe um crescimento nulo na base monetária até meados de 2019.
- Terceiro, uma política cambial que assegura flexibilidade frente a pressões altistas e desestimula o atraso cambial.
- Por último, os salários do setor público devem crescer abaixo da inflação.

Diferentemente do primeiro acordo com o FMI – sobre o qual não há consenso entre os economistas quanto à sua conveniência –, o novo acordo *stand-by* apareceu no momento necessário para deter a corrida cambial em curso. Quatro meses depois da assinatura do primeiro acordo, as autoridades monetárias haviam perdido integralmente o primeiro desembolso – cerca de US\$ 15 bilhões –, enquanto a taxa de câmbio havia passado de \$27,7/US\$ em meados de junho para \$40/US\$ no começo de novembro.



**GRÁFICO 1**  
ARGENTINA E O FMI: DESEMBOLSOS E PAGAMENTOS (% PIB)



Fonte: Elaborado pelo autor com base em dados de FMI.

**QUADRO 1**  
O ESQUEMA DAS POLÍTICAS MACROECONÔMICAS

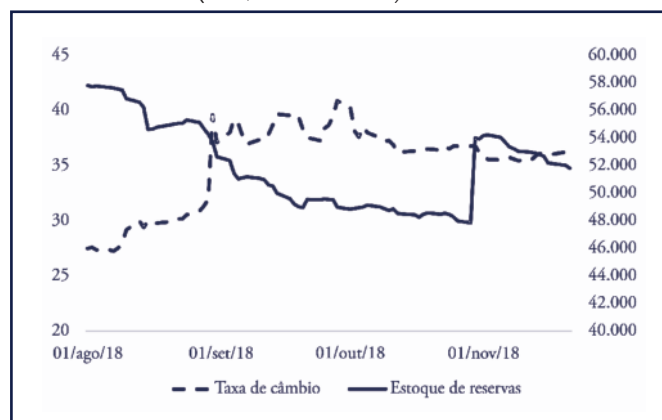
- **Política fiscal.** Aceleração da consolidação fiscal: equilíbrio primário em 2019 e superávit primários a partir de 2020.
- **Política monetária.** Fim das metas de inflação. Agregados monetários crescendo 0% até junho de 2019. Queda das taxas de juros sujeita às expectativas da inflação.
- **Política cambial.** Taxa de câmbio flutuante com intervenção somente diante de flutuação excessiva (bandas).

Fonte: Elaborado pelo autor.

## A DINÂMICA DE CURTO PRAZO

Embora seja cedo para avaliar os resultados do acordo (as especulações sobre o futuro mediato serão tratadas mais adiante), podemos tirar três conclusões preliminares. A primeira, que o novo acordo foi muito bem-sucedido ao deter a corrida cambial. A taxa de câmbio, que, como dissemos, se havia deteriorado rapidamente nos meses anteriores, estabilizou-se com leve tendência à baixa nas últimas semanas (Gráfico 2). O estoque de reservas internacionais em poder da autoridade monetária foi reduzido em cerca de US\$ 3 bilhões, mas isso não se deveu a compras do setor privado por decisões de carteira, e sim à não renovação de parte do estoque de Letras do Tesouro (Letes) em dólares.

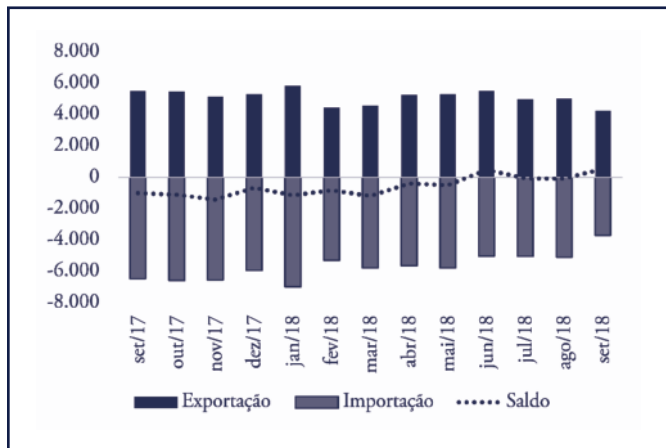
**GRÁFICO 2**  
O MERCADO DE CÂMBIO (\$/US\$) E O ESTOQUE DE RESERVAS (US\$ MILHÕES)



Fonte: Elaborado pelo autor com base em dados de BCRA – Banco Central da República Argentina.

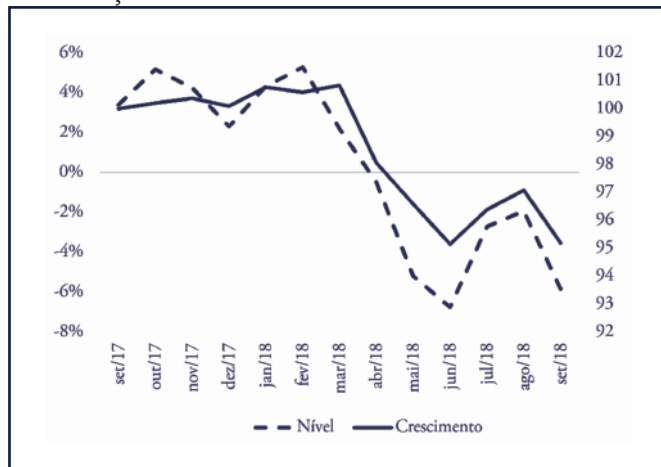
A paz cambial obtida mediante o acordo com o FMI chega em meio ao ajuste na conta corrente derivado da forte depreciação do peso. Como se observa no Gráfico 3, o resultado comercial registrado no Mercado Único e Livre de Câmbios (que difere daquele apresentado na estimativa do Balanço de Pagamentos) moveu-se para terreno superavitário em setembro do ano em curso, o primeiro setembro superavitário desde 2011. Essa melhora ocorreu apesar de os ingressos via exportações terem sofrido uma redução de quase 30% em termos interanuais, devido principalmente à forte estiagem que afetou o campo. O principal fator determinante do melhor desempenho do saldo comercial foi, pois, a queda nos gastos com as importações, que, para o mês em questão, foi de 43%. E não foi um efeito decorrente da evolução dos preços, uma vez que na realidade os preços das importações cresceram acima dos preços das exportações (Gráfico 4). Espera-se que, no futuro próximo, a taxa

GRÁFICO 3  
SALDO COMERCIAL MENSAL



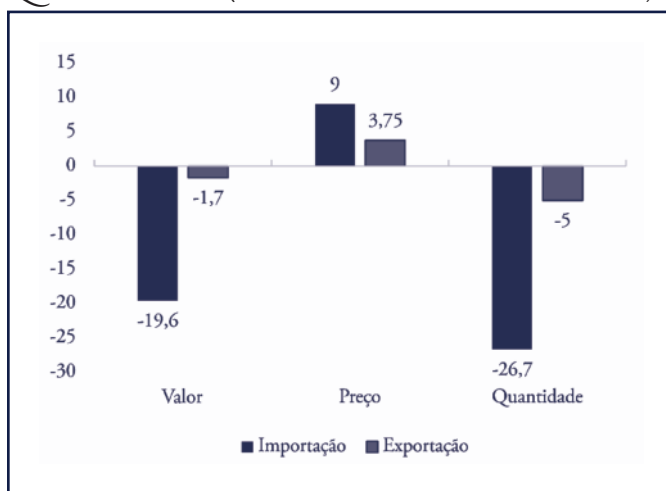
Fonte: Elaborado pelo autor com base em dados de BCRA – Banco Central da República Argentina.

GRÁFICO 5  
EVOLUÇÃO DO NÍVEL DE ATIVIDADE



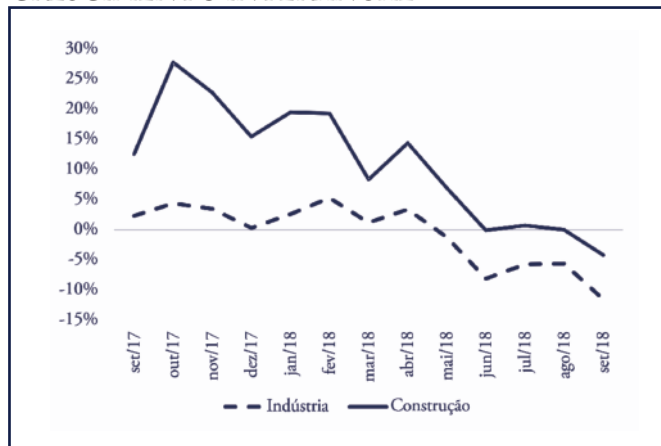
Fonte: Elaborado pelo autor com base em dados do INDEC - Instituto Nacional de Estadística y Censos de Argentina.

GRÁFICO 4  
COMÉRCIO EXTERIOR: CRESCIMENTO INTERANUAL DESAGREGADO EM PREÇO E QUANTIDADES (MÉDIA SETEMBRO-OUTUBRO)



Fonte: Elaborado pelo autor com base em dados do INDEC - Instituto Nacional de Estadística y Censos de Argentina.

GRÁFICO 6  
DETALHE SETORIAL: CRESCIMENTO INTERANUAL



Fonte: Elaborado pelo autor com base em dados do INDEC - Instituto Nacional de Estadística y Censos de Argentina.

de câmbio se mantenha em terrenos competitivos (é o que está por detrás da nova estratégia da política cambial), de modo que as contas externas – ao menos do lado da balança comercial – continuem a melhorar.

Isso nos leva à segunda conclusão preliminar: o programa acordado com o FMI aprofunda as forças recessivas preexistentes – importantes em si mesmas. As políticas monetária e fiscal, que poderiam se contrapor aos efeitos recessivos da política cambial, reforçarão a prociclicidade da política macroeconômica. Essa será a consequência da contração monetária e do forte ajuste fiscal decididos no marco do acordo com o FMI.

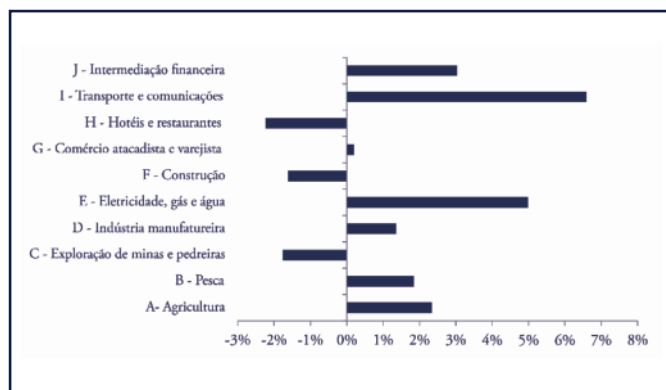
Na verdade, a economia já está oficialmente em recessão. Os dados de setembro (Gráfico 5) estimam uma queda de 5,8% em termos interanuais, acelerando a contração observada em agosto (-1,9%). Se descontarmos a leve recuperação de agosto, observaremos que desde março a economia se encontra em queda, e já acumula uma perda de 1,5% ao longo do ano.

Como previamente destacado, a estiagem é apenas parte da história. O nível de atividade do setor primário registrou nos primeiros nove meses de 2018 uma contração interanual próxima de 20%. Todavia, não se trata so-



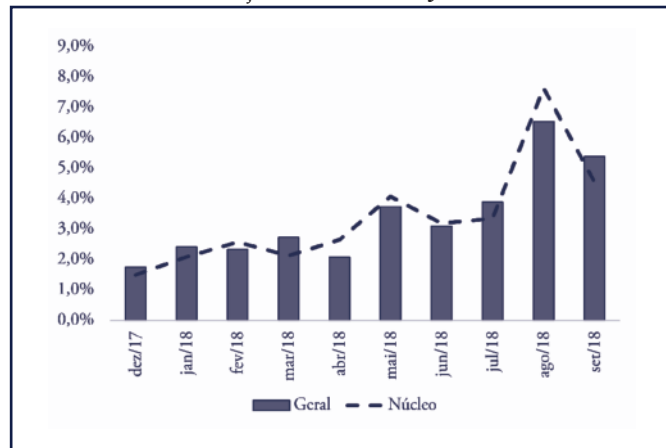
mente da estiagem: como mostra o Gráfico 6, os efeitos combinados do ajuste externo e do ajuste fiscal em curso já começam a se fazer sentir. A atividade industrial se contraiu cerca de 11% interanual em setembro, depois de ter caído 4,1% em agosto (Gráfico 6). Outro setor que teve seu crescimento fortemente reduzido é a construção. Recordemos que no começo do ano o Índice Sintético de Atividade da Construção (Isac) se expandia a taxas próximas de 20%. O dado de setembro exibe a mudança de panorama: a atividade do setor se contraiu 4,2% em termos interanuais. As perspectivas futuras deste setor não são boas: em meio aos atrasos nas obras públicas e aos escândalos de corrupção, será difícil que o setor se recupere no curto prazo. Se olharmos para a indústria, os níveis das taxas de juros – superiores a 60% – não farão mais do que aprofundar esta dinâmica.

GRÁFICO 7  
CRESCIMENTO SETORIAL  
(ACUMULADO ANUAL)



Fonte: Elaborado pelo autor com base em dados do INDEC - Instituto Nacional de Estadística y Censos de Argentina.

GRÁFICO 8  
TAXAS DE INFLAÇÃO NO VAREJO



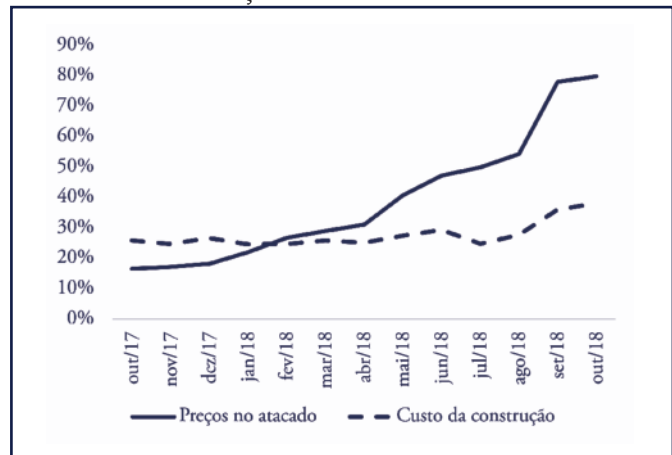
Fonte: Elaborado pelo autor com base em dados do INDEC - Instituto Nacional de Estadística y Censos de Argentina.

A terceira conclusão diz respeito à inflação: é possível que o plano com o FMI e a pax cambial tenham contribuído para que a taxa de câmbio não leve a um “regime de alta inflação”. Recordemos primeiro que na faixa varejista o índice correspondente à Grande Buenos Aires (GBA) havia registrado uma inflação em 2016 superior a 40%. O ano de 2017 foi de desinflação: os preços no varejo cresceram 27,5% em média no ano. Porém, em seguida, a combinação de ajustes nas tarifas dos serviços públicos e depreciação da moeda acelerou novamente a inflação, fazendo com que em 2018 ela seguramente supere 40%.

Se examinamos o que ocorreu ao longo do ano, é possível que o mês de agosto venha a ser um ponto de inflexão. No decorrer do ano, a inflação no varejo vinha se acelerando, mas sempre em valores inferiores a 3% ao mês; em agosto, no entanto, foi registrado um pico de 6,6%. Embora os bens regulados liderem a expansão devido ao ajuste tarifário, o núcleo de inflação, que não computa tarifas nem outros preços com elevada componente sazonal, alcançou um máximo histórico: 7,8% mensal. A boa notícia é que em setembro a inflação se desacelerou (5,1%), com o núcleo de inflação caindo para 4,3%. A evidência preliminar de novembro (estimativas não oficiais) aponta para um registro próximo a 4% para o índice geral, o que implica que o caminho da desaceleração continua, ainda que o processo seja bem mais lento e com maior inércia do que o previsto no acordo com o FMI.

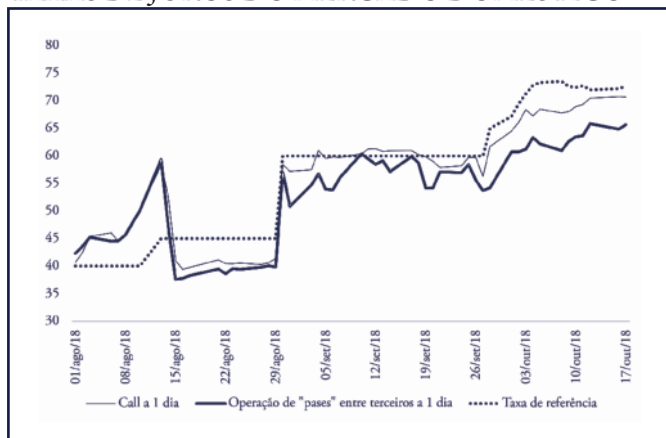
Por detrás dessa reversão estavam as políticas monetária e cambial que, graças às altas taxas de juros (Gráfico 10) e à contração monetária, conseguiram que a taxa de câmbio se aproximasse do piso das bandas de flutuação implementadas pela autoridade monetária (Gráfico 11).

GRÁFICO 9  
TAXAS DE INFLAÇÃO INTERANUAIS



Fonte: Elaborado pelo autor com base em dados do INDEC - Instituto Nacional de Estadística y Censos de Argentina.

GRÁFICO 10  
TAXAS DE JUROS DO MERCADO DOMÉSTICO



Fonte: Elaborado pelo autor com base em dados do BCRA - Banco Central de la República Argentina.

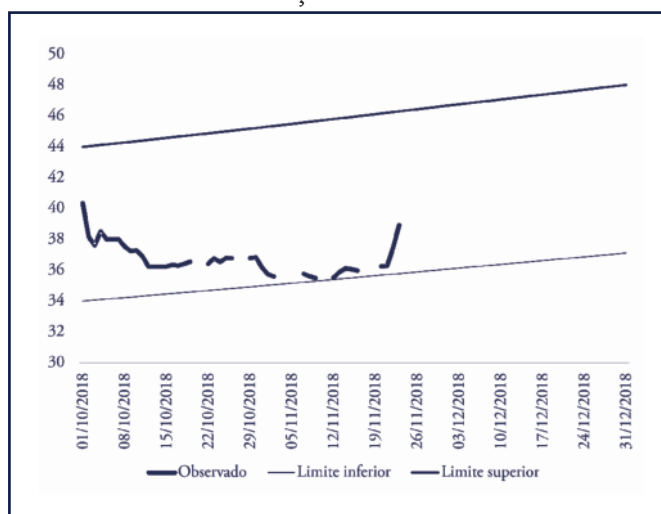
Consoante o objetivo do novo acordo, se as expectativas de inflação forem reduzidas será possível baixar as taxas de juros. Contudo, estima-se que o alcance e o impacto positivo da queda dos juros poderão ser limitados por duas razões. Primeiro, porque não está descartada uma futura alta acelerada da taxa de câmbio. Segundo, porque dificilmente as taxas de juros baixarão o suficiente para aliviar sensivelmente o *stress* financeiro do setor produtivo.

## OLHANDO ALÉM DO CURTO PRAZO

Olhando além do curto prazo, a economia se prepara para acumular dois anos de recessão, e isso é complicado para a política. Qual será a intensidade dessa recessão? Se as projeções do FMI se confirmarem, a contração acumulada em 2018-2019 seria de 4,5%. Se essa estimativa se confirmar, ocorrerá certamente um impacto negativo no emprego – estima-se que a taxa de desemprego se situará em valores de dois dígitos para o próximo ano. Não será, contudo, uma queda excepcional, semelhante às crises que o país viveu no início dos anos 2000 (Gráfico 12). Recordemos que no episódio do colapso do regime de Convertibilidade o PIB acumulou uma queda próxima a 20%, ao passo que durante a Grande Depressão dos anos 1930 foi de 14%. E mesmo os episódios recessivos associados à hiperinflação do final dos anos 1980 ou à crise da dívida, do início da mesma década, foram de uma magnitude muito maior do que o que o acordo com o FMI prognostica para o ajuste atual.

A perspectiva muda um pouco se em vez de se considerar a dinâmica do PIB enfocamos o nível de gasto doméstico

GRÁFICO 11  
TAXA DE CÂMBIO NOMINAL E BANDAS DE FLUTUAÇÃO

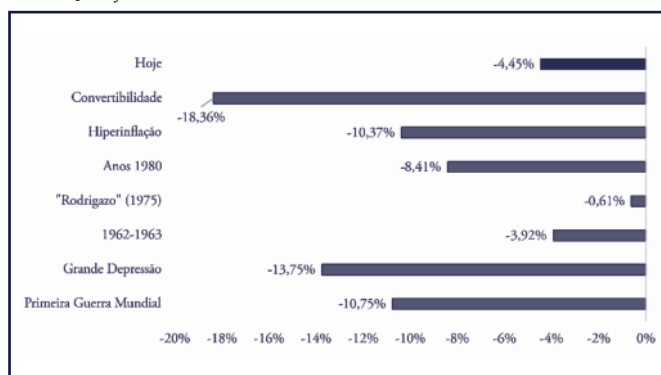


Fonte: Elaborado pelo autor com base em dados do BCRA - Banco Central de la República Argentina.

(a soma do consumo mais o investimento). Note-se, nesse caso, que a contração projetada para 2018-2019 é de 13%, superando amplamente episódios do passado, como a crise da dívida dos anos 1980. Faz sentido: trata-se de um ajuste que tenta reequilibrar as fontes do crescimento e isso significa que mais para frente há que se mudar a relação entre o que se gasta e o que se produz.

O que foi dito antes é particularmente correto no que diz respeito ao consumo privado. A contração para 2018-2019 nessa componente da demanda é superior a

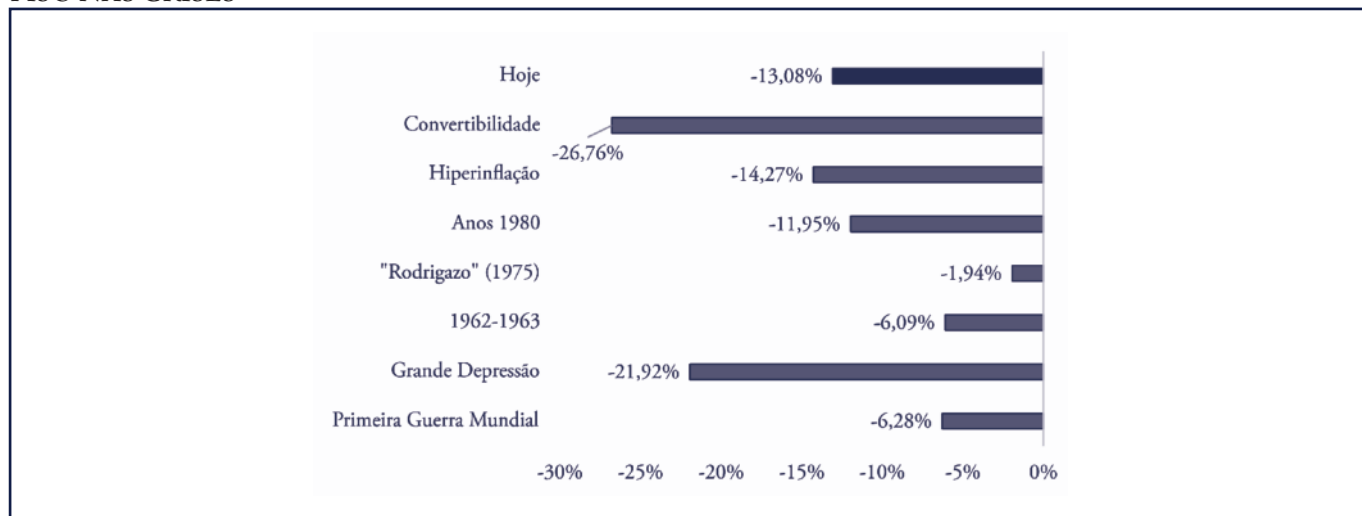
GRÁFICO 12  
O AJUSTE EM PERSPECTIVA COMPARADA:  
QUEDA DO PIB ENTRE O PICO E O PISO NA CRISE (PROJEÇÃO DO FMI)



Fonte: Elaborado pelo autor com base em dados do INDEC - Instituto Nacional de Estadística y Censos de Argentina.

GRÁFICO 13

O AJUSTE EM PERSPECTIVA COMPARADA: QUEDA DA ABSORÇÃO DOMÉSTICA ENTRE O PICO E O PISO NAS CRISES



Fonte: Elaborado pelo autor com base em dados do INDEC - Instituto Nacional de Estadística y Censos de Argentina.

13%, superando qualquer outro episódio de crise, com exceção do fim da Convertibilidade. O nível de consumo privado medido em termos reais permanecerá abaixo do pico de 2017 por seis anos, elevando-se apenas em 2024. Dito de outra maneira, somente durante o governo que sucederá ao que começa no próximo ano o nível de bem-estar da sociedade se recuperará – estimado pelo nível de consumo privado.

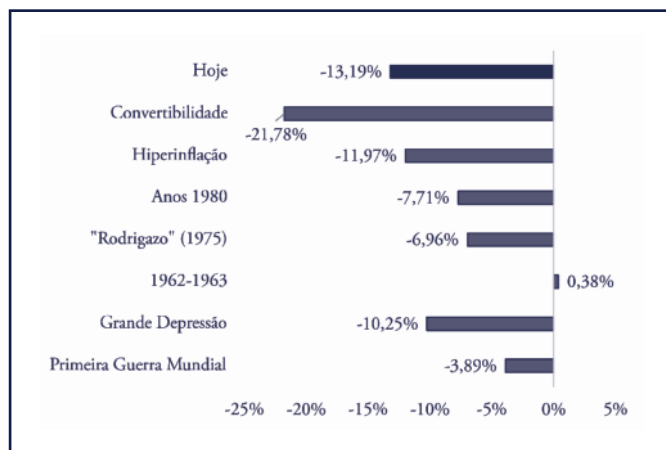
Uma vez mais, esse resultado não deve causar surpresa: o acordo com o FMI busca avançar na correção de dois de-

sequilíbrios macroeconômicos-chave que afligem a economia argentina ao menos desde 2011: o externo e o fiscal. A reversão do primeiro significa que a taxa de câmbio deverá manter-se em terreno competitivo por vários anos caso se queira que ela seja compatível com o crescimento do produto, o que implica, por sua vez, que a taxa de consumo – isto é, a relação entre o nível de consumo e o nível do PIB – baixe de forma permanente (Gráfico 15).

O segundo desafio relevante que se tem pela frente refere-se ao ajuste das contas do setor público. O plano é al-

GRÁFICO 14

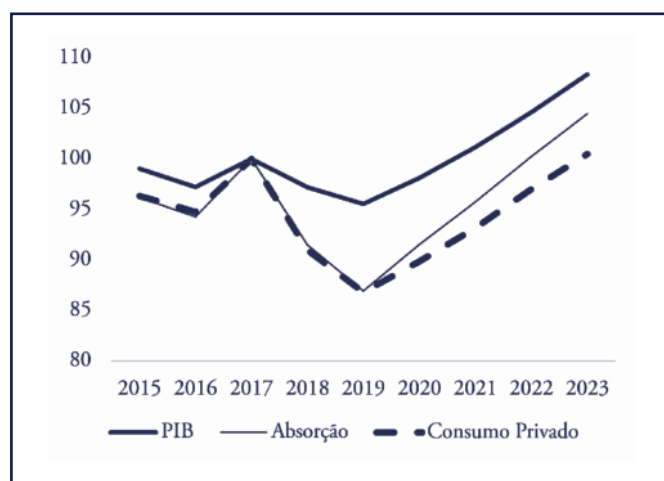
O AJUSTE EM PERSPECTIVA COMPARADA: QUEDA DO CONSUMO PRIVADO ENTRE O PICO E O PISO NAS CRISES



Fonte: Elaborado pelo autor com base em dados do INDEC - Instituto Nacional de Estadística y Censos de Argentina.

GRÁFICO 15

EVOLUÇÃO DO PIB, ABSORÇÃO DOMÉSTICA E CONSUMO PRIVADO (2017=100)



Fonte: Elaborado pelo autor com base em dados do FMI.



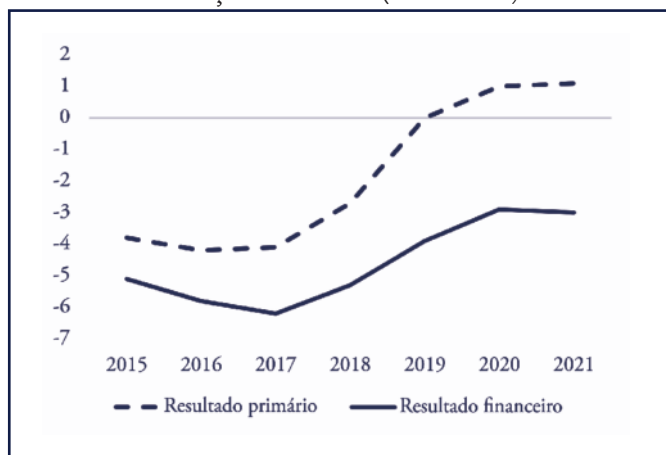
cançar o equilíbrio primário em 2019, anulando o vermelho de 4,1 pontos percentuais do produto registrado em 2017. O programa, que vem antecipando o cumprimento das metas, contempla tanto aumentar impostos como reduzir gastos. Em particular, espera-se, no ano que vem, corrigir em 2,7% o déficit primário graças ao aumento de 1,2% nos impostos – basicamente impostos às exportações – e a redução em 1,5% das despesas –, tarifas dos serviços públicos, transferência de parte das despesas para as províncias e redução do investimento público.

O desafio é grande. Pouquíssimas vezes na história da Argentina fez-se um ajuste dessa magnitude. E sempre ocorreu em contextos de crise e de forte conflito social:

o “Rodrigazo”, em meados dos anos 1970, a crise da dívida, no começo da década de 1980. E sem dúvida o colapso da Convertibilidade. Ademais, a história mostra que os ajustes do resultado primário, como ocorrem em situações de *stress*, vêm acompanhados por uma alta nas taxas de juros e, com isso, por um aumento nos pagamentos dos juros da dívida. Isso faz com que o acesso aos mercados voluntários da dívida torne-se ainda mais importante no médio prazo.

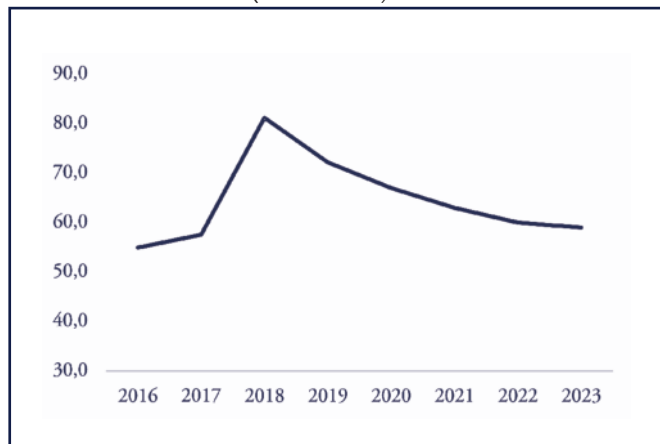
O terceiro desafio pela frente é a recomposição das relações financeiras com os mercados internacionais de crédito. Um primeiro exame dos números da dívida pública acende o alarme: o nível da dívida pública bruta

GRÁFICO 16  
A CONSOLIDAÇÃO FISCAL (% DO PIB)



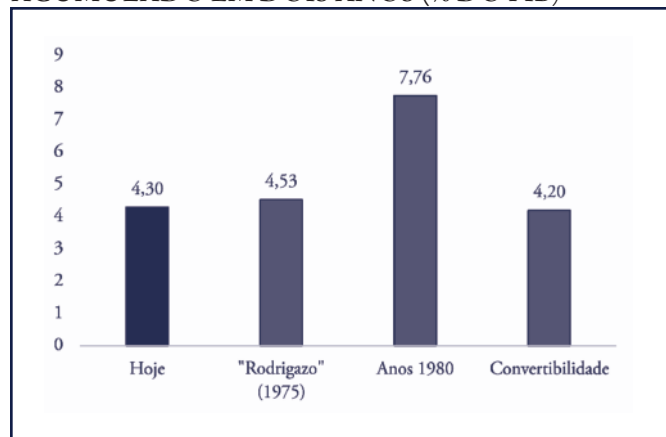
Fonte: Elaborado pelo autor com base em dados do FMI.

GRÁFICO 18  
DÍVIDA PÚBLICA (% DO PIB)



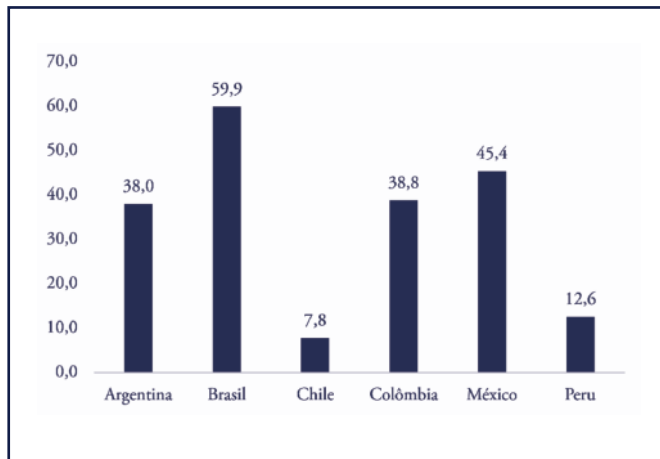
Fonte: Elaborado pelo autor com base em dados do FMI.

GRÁFICO 17  
EPISÓDIOS SIMILARES DE AJUSTE FISCAL PRIMÁRIO NA HISTÓRIA ARGENTINA – AJUSTE ACUMULADO EM DOIS ANOS (% DO PIB)



Fonte: Elaborado pelo autor com base em dados do INDEC - Instituto Nacional de Estadística y Censos de Argentina.

GRÁFICO 19  
DÍVIDA PÚBLICA LÍQUIDA: ARGENTINA EM PERSPECTIVA COMPARADA (% DO PIB)



Fonte: Elaborado pelo autor com base em dados do FMI.

sobre o PBI deu um salto com a desvalorização e se situa em valores superiores a 80%. Além disso, os vencimentos de capital e juros se aproximarão de 15% do PIB em 2022-2023, justamente no limite do que o FMI considera “muito arriscado”. E se o resultado primário voltar aos valores deficitários do passado, a dívida se manterá alta por um longo período.


Contudo, um olhar mais detalhado afasta a discussão da solvência. O motivo principal é simples: quase 40% da dívida pública estão em mãos de agências do setor público. Se em vez de considerarmos a dívida bruta, tomarmos a dívida líquida, os números para a Argentina não diferem do que se observa na região – com exceção do Chile e do Peru –, estando mesmo abaixo da média dos emergentes que pertencem ao G20.

## REFLEXÕES FINAIS

Assinalamos no texto que, do ponto de vista das políticas, o novo programa é internamente consistente. Suas projeções para o futuro parecem, em contrapartida, excessivamente otimistas e não contemplam a eventualidade de cenários alternativos menos favoráveis. Desdobramentos adversos podem ocorrer, em virtude dos seguintes cenários:

- As projeções não consideram a possibilidade de dificuldades no cumprimento dos objetivos fiscais ocasionadas pela resistência social às políticas de ajuste. Em particular, em matéria de evolução da despesa em salários, que se projetam ligeiramente declinantes em relação ao PIB; das transferências às províncias (que já obtiveram, na recente negociação do orçamento, compensações por diferentes vias); e da redução de subsídios às tarifas. Ademais, a desaceleração da inflação trará, paradoxalmente, efeitos contraproducentes no gasto público indexado (pensões, “*Asignación Universal por Hijo* – AUH” e outros gastos sociais). Somado a isso, o efeito na arrecadação tributária decorrente da redução do PIB.
- Do ponto de vista do investimento público, o ajuste projetado espera compensar sua drástica redução mediante o mecanismo das Parcerias Público-Privadas (PPP). Entretanto, os elevados níveis de risco país e os escândalos de corrupção que envolvem as principais empresas que prestam serviços ao Estado tornam muito improvável que a compensação esperada tenha lugar.
- Não se contempla um cenário alternativo onde o fechamento do mercado financeiro internacional seja mantido, gerando problemas de liquidez e sustentabilidade da dívida externa. Os níveis de risco país, que permanecem em torno dos 700 pontos básicos a despeito do apoio do Fundo, e o complexo cenário internacional sugerem que essa possibilidade é um cenário que precisa ser levado muito em conta.
- Um cenário dessa natureza, além do mais, reforçaria a incerteza no mercado de divisas e a eventualidade de uma nova crise cambial.
- Finalmente, as projeções para o nível de atividade no ano próximo preveem uma redução do PIB muito inferior à absorção doméstica, assumindo, implicitamente, que o aumento das exportações líquidas atenuará a redução da atividade. Isso só seria possível se esse aumento resultar de um significativo incremento das exportações. Porém, um aumento da magnitude requerida para tornar consistentes as projeções de evolução do PIB e da absorção doméstica é praticamente impossível. A rigor, o aumento das exportações líquidas seria consequência do aprofundamento da queda das importações que, dada sua complementaridade com a evolução do produto (mediante compras de insumos e bens de capital), reforçará em vez de atenuar a queda promovida pela redução da absorção doméstica.
- Em resumo, trata-se de um acordo cujo efetivo cumprimento implica custos econômicos e políticos muito elevados, principalmente se levarmos em conta que no próximo ano serão convocadas eleições presidenciais. Além do mais, o cumprimento em tempo e forma das condicionalidades impostas pelo acordo não está garantido. No entanto, um cenário de incumprimento seria ainda mais custoso para o governo, e suas consequências econômicas mais graves. Tomara que isso não ocorra.





Consultoria, pesquisa, formação de recursos humanos, estatística especializada e disseminação de informações sobre comércio exterior

Fundada em março de 1976, a Funcex adquiriu competência única no país em seu campo de atuação. Além de dedicada exclusivamente à área de comércio exterior e de economia internacional, a Funcex tem um portfólio de atividades diversificadas e complementares que lhe asseguram uma posição ímpar e lhe permitem desempenhar plenamente seu objetivo de contribuir para a promoção do comércio exterior do Brasil.

Outra característica institucional exclusiva da Funcex reside no fato de operar na interseção dos campos de interesse do setor público, do meio empresarial e das áreas acadêmicas e políticas, estabelecendo canais de diálogo e consulta entre todos esses segmentos, dotados de lógicas diversas de reflexão e de ação.

A crescente compreensão do papel do comércio exterior como instrumento de desenvolvimento econômico e social e o consenso sobre a importância de uma inserção competitiva do país na economia mundial são fatores que reforçam a pertinência de uma instituição tecnicamente isenta e reconhecida, no Brasil e no exterior, pelo pioneirismo e pela experiência acumulada em suas áreas de competência.