



**Pacífico** GESTÃO DE RECURSOS

# [Carta Pacífico 4]

[Política Industrial: Razões e Desafios]

Março de 2013

# Índice

<b>1. Introdução</b>	<b>2</b>
<b>2. Faz sentido o governo intervir?</b>	<b>3</b>
2.1. Descobrindo novas vocações	4
2.2. Aglomeração	5
2.3. A doutrina do Campeão Nacional	7
2.4. Investimentos como bem público: Pesquisa & Desenvolvimento (P&D), infraestrutura específica para um setor e outros	8
2.5. Doença Holandesa	9
<b>3. Custos da Política Industrial</b>	<b>10</b>
3.1. Efeitos distributivos da política industrial: Robin Hood às avessas	10
3.2. Efeitos alocativos da política industrial: diminuindo o tamanho do bolo	10
<b>4. Instrumentos</b>	<b>12</b>
4.1. Desvalorizar o câmbio	12
4.2. Colocar tarifa alta de importação	13
4.3. Financiamento subsidiado via dívida ou via emissão de ações	13
4.4. Sustentação de demanda: políticas de conteúdo nacional	14
4.5. Benefícios Fiscais	15
4.6. Patentes	15
<b>5. Conclusão</b>	<b>16</b>

## 1. Introdução

O governo brasileiro gosta de política industrial<sup>1</sup>. Na verdade, a maioria esmagadora dos governos, inclusive os mais liberais, faz algum tipo de política industrial, como protecionismo comercial, subsídios diretos e políticas de conteúdo nacional, entre outros. Isto faz com que o intervencionismo seja mais regra do que exceção. Na prática, é mais útil discutir em quais casos a política industrial ajuda ou atrapalha do que discutir se ela deve ser feita.

No passado recente, medidas do governo têm tido impacto relevante no desempenho de diversas ações de empresas negociadas na bolsa de valores. Isso faz com que seja importante, para o gestor de recursos, entender a teoria e os motivos por trás de tais políticas. O objetivo final é tentar não apenas antecipar políticas públicas, mas também estar preparado para analisar todos os desdobramentos de cada nova medida.

Esta carta apresenta a teoria formal de política industrial. Além de casos históricos, veremos as implicações de política industrial para algumas empresas com ações listadas na bolsa de valores. Primeiro, discutimos os motivos que levam o governo a intervir na economia, revendo argumentos de coordenação, aglomeração ou a ideia do campeão nacional. Em seguida, analisaremos os custos da política industrial. Por fim, detalharemos os diferentes instrumentos que podem ser utilizados na hora de se implementar novas políticas.

Esta carta não trata de uma questão que se confunde com política industrial: um país precisa de pujança industrial, no sentido literal, para ser rico? Convém também não misturarmos políticas industriais com as tentativas de manejo de retornos em alguns setores. A atuação para reduzir o retorno de alguns setores – bancário, geração de energia elétrica e concessões de estradas – não segue uma lógica de fomento, afinal, não são políticas de incentivo.

Diversos argumentos que serão mencionados nesta carta possuem efeitos de segunda ordem ou desdobramentos que, ainda que importantes, poderiam fugir ao seu escopo principal ou ainda poluir em excesso sua leitura. Com o objetivo de simplificar a leitura, sem perder a precisão da argumentação, optamos por trata-los todos ao fim do documento, como notas finais.

## 2. Faz sentido o governo intervir?

Teoricamente sim. Duas condições devem ser atendidas<sup>2</sup>: haver falha de mercado e o governo ser capaz de fazer melhor que o mercado. Em condições de igualdade, o governo tende a fazer pior do que o setor privado<sup>3</sup>. Dois exemplos ajudam a esclarecer quando as condições são desiguais:

1. O mercado falha no trânsito urbano: seria um caos se negociássemos direito de passagem toda vez que tivéssemos que atravessar um cruzamento. O governo produz uma solução superior colocando semáforos. Quem já passou em um cruzamento com sinal apagado sabe disso.

2. Uma empresa anuncia uma oferta de ações com o objetivo de investir em novos projetos. Mas os investidores desconfiam que, na verdade, a empresa quer é vender ações agora porque o preço está alto. A desconfiança é natural: a gerência sabe mais do que o mercado sobre a empresa. Se os investidores pedirem desconto porque acreditam que ela está sobrevalorizada, apenas as empresas realmente sobrevalorizadas estarão dispostas a ofertar as ações. O desconto deixará subvalorizadas aquelas que querem realmente investir, e para elas o mercado falha porque elas não terão acesso ao financiamento por um preço que rentabilize o investimento. Pode o governo melhorar a situação? A resposta é não. Ele teria que saber mais sobre a empresa do que o mercado. É difícil que o governo saiba mais que o mercado<sup>4</sup>.

Vejamos agora dois exemplos ligados à política industrial. Em um deles o governo consegue melhorar em relação ao mercado; em outro não<sup>5</sup>.

1. O desenvolvimento da indústria de salmão no sul do Chile é um dos exemplos exitosos de ajuda a uma indústria nascente. Havia a percepção de que a dotação de recursos naturais – costa longa e abundância de água doce – favoreceria a introdução do salmão no sul do Chile. Havia, porém, dúvidas quanto à viabilidade econômica. O processo foi longo e farto em fracassos. A indústria começaria a decolar a partir do exemplo da truta, desenvolvida com o apoio do governo, cujo sucesso estimulou a percepção de que a piscicultura de salmão também seria viável. Na segunda fase, investiu-se, com dinheiro público e privado, na estrutura logística de distribuição e foram feitos os investimentos necessários nos vários elos da cadeia produtiva. Faltava o esforço mercadológico para posicionar o produto chileno no mercado internacional. Aqui foi crucial o papel da *Fundación Chile* - com seus escritórios de representação comercial em vários países – na centralização e coordenação dos esforços mercadológicos de colocação do salmão chileno no mercado internacional<sup>6</sup>.

O apoio governamental à indústria de salmão no Chile se justifica. As falhas de mercado são evidentes. Havia pouco investimento pela incerteza sobre a viabilidade econômica; depois, foi preciso construir a estrutura logística; por fim, o esforço mercadológico de posicionamento do produto no mercado

externo<sup>7</sup>. Em nenhum dos três casos foi necessário que o governo soubesse mais do que o setor privado. O governo entrou para resolver problemas de coordenação.

2. A indústria de aço. Existindo uma boa infraestrutura de energia e de transporte, a maior parte do investimento em aço é apropriada privadamente, ou seja, o próprio empresário se aproveita de todos os frutos de seu investimento. No caso do salmão, os primeiros empreendedores pavimentaram o caminho e, portanto, outros se aproveitaram muito do investimento pioneiro. Em aço, não há grandes descobertas a serem feitas. Não há muito valor em investimentos na marca 'Aço do Brasil' porque aço tende a ser um produto homogêneo. Havendo um sistema de distribuição independente nos países importadores, não é preciso criar redes de distribuição no exterior. Pode haver falhas de mercado na indústria de aço. Por exemplo, as empresas talvez não consigam financiamento a um custo razoável porque os credores desconfiam de sua saúde financeira. Mas é difícil que o governo consiga subscrever crédito mais eficientemente que os credores privados. Logo, ele não consegue melhorar em relação ao que o mercado já faz. E não há ganhos advindos de coordenação.

Quando fazer política industrial? Existem cinco casos que podem justificar política industrial. Dizemos podem justificar porque, para garantir que o governo fará melhor que o mercado, o processo político deve evitar que os lobistas dos interesses específicos, munidos de argumentos aparentemente sólidos, capturem a política e façam prevalecer o interesse privado, e não o público.

## 2.1. Descobrendo novas vocações<sup>8</sup>

A descoberta de vantagens comparativas ilustra como os problemas de coordenação podem justificar a política industrial. Um pioneiro serve de exemplo aos outros; seu desempenho mostrará se o negócio é viável na região. Os desbravadores não conseguem apropriar-se completamente do conhecimento adquirido ao explorar uma nova possibilidade. O sucesso do pioneiro é copiado por competidores, reduzindo suas margens e diminuindo os incentivos para investir em descoberta. Três exemplos práticos ajudam a ilustrar a ideia.

A. Salmão no Chile. O pioneirismo tanto da indústria da truta quanto da *Salmones Antártica*, fazenda pioneira financiada com recurso público – foram fundamentais no processo de descoberta do salmão.

B. Indústria colombiana de flores para exportação. Em vinte anos a floricultura colombiana saiu do nada para se tornar o maior exportador para os EUA. Um único empreendedor, Thomas Kehler, fundador da Floramerica, é responsável pelo êxito. O efeito demonstração é descrito na seguinte passagem<sup>9</sup>: "Outras empresas copiaram os métodos de produção e comercialização da Floramerica; este processo dinâmico foi facilitado pela saída de figuras chave que encarnavam o *know-how* acumulado pela

Floramerica (...) David Cheever, um dos fundadores, saiu da empresa para se tornar consultor da crescente indústria colombiana de floricultura. Ajudando a estabelecer novas empresas, ele foi um importante fator de difusão para o resto do país do *know-how* acumulado na Floramerica”. Ou seja, o precursor não se apropriou totalmente de seu pioneirismo: um dos seus sócios saiu para trabalhar como consultor para a concorrência!

C. A descoberta da indústria do *frozen yogurt* no Brasil. Em 2006, três primos decidiram trazer para o Brasil um hábito californiano: tomar *frozen yogurt* e *smoothies*. Nascia a Yogoberry, que abriu sua primeira loja em 2007 (Ipanema)<sup>10</sup>. Seu enorme sucesso atraiu vários competidores (Yoggi, Yogolove, Yoguland), assim como empresas já estabelecidas em outros mercados (Yogen Früz e Tutti Frutti). Em retrospecto, parece uma ideia óbvia. Um produto gelado, com baixa caloria, deve fazer sucesso em um lugar quente onde as pessoas valorizam a boa forma. No entanto, foi preciso o êxito inicial da Yogoberry para sinalizar o potencial de mercado para os seguidores. O *boom* das lojas de *frozen yogurt* deve ter diminuído a margem dos pioneiros.

Nos dois últimos exemplos – flores e *frozen yogurt* – não houve política industrial, apesar de serem casos claros de descoberta. O retorno privado é às vezes suficientemente alto para justificar o investimento, mesmo o pioneiro sofrendo os problemas descritos acima. Por outro lado, não conhecemos as oportunidades que não foram exploradas porque o investimento privado não se justificava<sup>11</sup>.

## 2.2. Aglomeração<sup>12</sup>

A aglomeração é o fenômeno que ocorre quando, para que uma atividade seja bem sucedida, é preciso haver uma estrutura mínima de insumos a ela disponíveis. Por outro lado, os insumos só estarão disponíveis se a atividade existir. Um exemplo macroeconômico é a industrialização. Para que fosse rentável investir na indústria era preciso ter mão de obra, que estava quase toda no campo. Por outro lado, os camponeses só imigrariam para a cidade se houvesse emprego, o que dependia da presença de indústria. Pode acontecer da mão de obra ficar represada no campo e a indústria não florescer, mesmo que a indústria seja muito mais rentável que a agricultura. Estamos de novo diante de um problema de coordenação, que causa problemas de ovo-e-galinha: os camponeses ficam “presos” no campo– que tem produtividade baixa – simplesmente por estarem lá presos<sup>13</sup>. A coordenação é uma ideia poderosa. Explica, entre outros fenômenos, porque a velocidade da industrialização de um país depende da coordenação da transferência da mão de obra do campo (baixa produtividade) para a cidade (indústria, alta produtividade)<sup>14</sup>. Deixando o mercado por conta própria, talvez o país nunca se industrialize, ou o faça em um ritmo muito lento. O governo, alterando os incentivos dos agentes econômicos, pode resolver o problema de coordenação. A isso se chama política industrial. No nível micro, o fenômeno de

aglomeração explica porque algumas atividades econômicas são concentradas regionalmente<sup>15</sup>. Vejamos alguns exemplos:

1. No começo do século 20, indústrias intensivas em energia elétrica se localizavam perto de usinas hidroelétricas porque a transmissão de energia era cara. Seguiam-se os fornecedores e, em alguns casos, os clientes. Ao longo do tempo, o barateamento da transmissão e o aumento da eficiência das termoelétricas diminuíram as vantagens de localizar-se perto de usinas hidroelétricas. Mas a produção perdurou aglomerada nessas localidades depois que as vantagens energéticas desapareceram<sup>16</sup>. A indústria persiste no local porque os fornecedores estão lá, o que faz com que a indústria fique, e assim por diante. Não foi nenhuma política que levou a produção a essas localidades, mas sim um acidente histórico. No entanto, a persistência abre a possibilidade de intervenção. Muitas vezes não está claro onde uma indústria se localizará porque nenhum local tem vantagens óbvias. A intervenção, ao influenciar a decisão de localização, pode fazer um setor dinâmico prosperar e persistir no local.

2. Vários fatores explicam a localização da indústria de alta tecnologia no Vale do Silício, ao sul da Baía de São Francisco. Os mais importantes foram os projetos militares na região e a presença do *Stanford Industrial Park*, um parque industrial fomentado pela Universidade Stanford para aproveitar a presença de ex-alunos da universidade. A persistência é explicada pela acumulação de insumos valiosos para a indústria de alta tecnologia. A demanda por mão de obra especializada induziu que a principal universidade (Stanford) priorizasse as áreas tecnológicas, formando mão de obra e produzindo conhecimento tecnológico<sup>17</sup>. A abundância de mão de obra especializada no local atrai empresas e financiadores de empresas novatas (*os venture capitalists*), atraindo mais mão de obra especializada. Os empreendedores buscam o Vale porque, se reconhecidos ali, serão reconhecidos em todas as partes. No filme *A Rede Social*, Sean Parker (fundador do Napster) aconselha Mark Zuckerberg (fundador do Facebook) a mudar-se para Califórnia, onde tudo acontece. Zuckerberg seguiu o conselho.

3. Um exemplo mais anedótico e auto interessado: por que muitas gestoras de recursos pagam um aluguel tão alto para estar na Zona Sul do Rio de Janeiro? O fato de a Zona Sul ser agradável ajuda. Mas Florianópolis também é agradável. Aglomeração é a explicação. A proximidade causa a troca de ideias sobre empresas com outros analistas, facilidade de recrutamento porque a mão de obra especializada vive perto, mais acesso aos clientes, que estão todos próximos (visitando outras gestoras, por exemplo), e facilidade na vida dos alocadores e empresas para visitarem as gestoras.

4. A LLX é uma empresa que tem a Aglomeração como sua ideia original. O objetivo é reunir em um mesmo lugar toda a infraestrutura necessária para que empresas se instalem no seu Superporto do Açú. Eike Batista deu os primeiros passos construindo (i) um porto de classe mundial; (ii) uma operação para exportar minério de ferro (posteriormente vendida para a Anglo American); (iii) uma térmica para fornecer energia elétrica a custos competitivos; e (iv) o estaleiro da OSX. O objetivo é que esses empreendimentos âncoras atraiam empresas que possam se beneficiar desta aglomeração. Por

exemplo, fornecedores de equipamentos para o estaleiro, siderúrgicas que possam utilizar o minério de ferro do local e o porto para importar carvão. Essas mesmas siderúrgicas atrairiam empresas de cimento, que usariam os resíduos das siderúrgicas como matéria prima. Em seguida viriam empresas de refratários para fornecer às siderúrgicas e às cimenteiras e assim por diante.

### 2.3. A doutrina do Campeão Nacional

Imagine um setor cujo mercado seja global. Exemplos: sistemas operacionais, aeronaves, trens, automóveis, entre outros. O mercado será global se o custo de transporte for baixo e se houver economias de escala na produção, fazendo com que haja poucos competidores em nível global quando o mercado estiver maduro. Esses poucos concorrentes terão lucros altos. Quando o mercado é imaturo, vários concorrentes tentam ser um dos poucos que sobreviverão e se aproveitarão de preços altos no mercado maduro. Nesse caso, há um papel para uma política que proteja algumas indústrias. A ideia é gastar recursos hoje para que a firma nacional consiga amanhã cobrar caro dos consumidores em outros países. Boeing e Airbus ilustram bem esse caso. É a doutrina do campeão nacional.

A fusão entre Brahma e Antarctica, que criou a Ambev, concentrou fortemente o mercado de cerveja. Não obstante, o CADE aprovou-a impondo algumas poucas restrições<sup>18</sup>. Entre os argumentos usados em defesa da fusão estava o do campeão nacional. A criação de uma empresa grande era fundamental para competir no mundo globalizado. Leia-se: o mercado é global e há economias de escala. Não está claro, no entanto, que haverá margens altas no equilíbrio de longo prazo do mercado global de cerveja. É preciso que haja poder de mercado no exterior, e não no mercado doméstico. A perda de competição no mercado doméstico é um custo da estratégia de formação de campeões nacionais. Um sarcástico diria que tudo que a fusão conseguiu até agora foi suprimir a concorrência doméstica para produzi-la no exterior. Outro exemplo na mesma linha é a possível compra da Companhia Siderúrgica do Atlântico (CSA) pela Companhia Siderúrgica Nacional (CSN). Foi noticiado que o governo subsidiará o negócio para a formação de um campeão nacional. Haverá poder de preço do mercado global de aço? Tampouco é claro que seja bom fomentar um frigorífico campeão nacional. Pode haver economias de escala, mas haverá margens altas no mercado internacional de frigoríficos?

Pioneirismo é importante para o êxito do campeão. Não sendo pioneiro, o eleito terá que brigar com empresas que já são grandes e, portanto, tem custos menores porque já se aproveitam de economias de escala<sup>19</sup>. Seria possível racionalizar a ajuda à OI como uma estratégia de apoio a um campeão nacional<sup>20</sup>? É verdade que, sem escala, a OI não teria como competir com empresas como Americamóvel, Telefônica ou Telecom Itália. Mas como o mercado já está ocupado por esses gigantes, dificilmente a OI se tornaria campeã<sup>21</sup>. Isso não quer dizer que não seja bom negócio investir nas ações da empresa eleita para ser



campeã nacional. Mesmo que a empresa não vença o campeonato, o seu acionista pode muito bem ganhar.

Em suma, o fomento ao campeão nacional se justifica se quatro condições forem satisfeitas: haja economias de escala (telefonia celular, por exemplo); haja margem alta quando o mercado estiver maduro (mais fácil de ocorrer para Embraer do que para setores como *food services*, cerveja ou carne); o mercado relevante seja global para poder cobrar preço alto do consumidor estrangeiro (Telecom, fabricantes de avião); e o mercado não esteja ocupado (telefonia celular em 1994).

#### **2.4. Investimentos como bem público: Pesquisa & Desenvolvimento (P&D), infraestrutura específica para um setor e outros**

Alguns setores enfrentam um problema de bem público na produção de alguns insumos<sup>22</sup>. O investimento em propaganda turística no exterior beneficia todos os hotéis do país. Por isso, nenhum hotel sozinho terá interesse em fazer a propaganda do país no exterior porque ele não se apropriará de todos os benefícios da propaganda<sup>23</sup>. É melhor centralizar de mídia em uma agência de turismo nacional. Outros exemplos:

1. Investimentos em P&D que produzem benefícios coletivos. A produção de conhecimento sobre solo brasileiro pela Embrapa é um exemplo clássico de P&D como bem público. Por isso que deve ser feito pelo governo.

2. O recente aporte de capital do BNDESPar na GraalBio para fomentar o investimento na produção de etanol de segunda geração, produzido a partir de resíduos. O banco justifica o investimento dizendo que esta será uma “plataforma de inovação permanente”. Imagina-se que as inovações dessa plataforma também beneficiarão outras empresas.

3. Investimentos em infraestrutura a ser compartilhada por muitas firmas.

4. A indústria do vinho cria áreas de origem controlada (Denominação de Origem Controlada, DOC). Alguém precisa certificar a origem do produto. O trabalho de certificação beneficia todas as vinícolas da área, sem que o benefício diminua o benefício da outra. A coordenação dessa certificação pode, mas não necessariamente deve ser feita pelo governo.

## 2.5. Doença Holandesa

Doença holandesa pode ocorrer quando o preço dos produtos que o país exporta sobe em relação ao preço dos produtos importados. O câmbio aprecia e os fatores de produção serão atraídos para o setor exportador, criando dificuldade para outros setores, principalmente aqueles que competem com importados, como a indústria. A doença holandesa é mais grave quando o câmbio é flutuante, ou seja, determinado pelo mercado. É outra razão para política industrial. Em época de bonança, quando os preços dos produtos que o país exporta sobem, o câmbio aprecia, prejudicando os setores que competem com produtos estrangeiros no mercado doméstico. Se um negócio não consegue ter retorno com o câmbio alto, porém livremente determinado, o mercado está dizendo que o setor “prejudicado” deve perecer<sup>24</sup>. Manter vivo o setor prejudicado durante a bonança é como fazer um seguro. O governo pode optar por fazê-lo desde que seja difícil e custoso religar o setor prejudicado passada a bonança. O debate no Brasil dos últimos anos ilustra o caso.

O Brasil beneficiou-se do aumento de preço de seus principais produtos de exportação, como minério de ferro e soja. A fartura de divisas apreciou o câmbio e criou dificuldades para a indústria. Se o preço do que exportamos ficar alto para sempre, terá sido melhor não ajudar a indústria<sup>25</sup>. Mas o preço das commodities pode cair, como ocorreu em meados do século 20. Nesse caso, terá sido interessante manter a indústria viva caso seja caro religá-la. O câmbio diz para os investidores que não vale a pena seguir na indústria. Ficando no setor, a empresa não se apropria de todos os benefícios que causa na cadeia produtiva. Por exemplo, uma montadora, ao decidir ficar no país com câmbio forte, ajudará a manter vivos seus fornecedores, ainda que sua decisão não leve isso em conta. Logo, haverá mais saída da indústria do que quer a sociedade porque os investidores privados não se apropriam de todo o benefício que a sobrevivência da indústria provê<sup>26</sup>.

A enfermidade justifica, em teoria, uma política industrial ativa que proteja os setores vulneráveis às variações na taxa de câmbio. Podemos racionalizar o pacote tarifário implementado pelo Governo em 2012, no qual se elevou a alíquota de importação de 100 produtos, quase todos industriais. Supondo que o governo é bem intencionado e consegue reconhecer os setores corretos, é desejável que a intervenção seja pontual, como fez o governo. Afinal, alguns setores têm investimentos mais irreversíveis, o jargão para ser “difícil religar”. O seguro valerá a pena? Depende do custo de reativar o setor industrial e das alternativas de diversificação. Por que não usar parte da bonança do choque para comprar ativos dos setores que serão beneficiados caso o preço das commodities caia? Uma alternativa é estabelecer um fundo soberano que invista seus recursos para que sejam usados quando e se a bonança passar. No caso de um fundo soberano para o Brasil, não nos pareceria adequado investir em produtoras de commodities<sup>27</sup>.

Por fim, é sempre bom lembrar que, do ponto de vista macroeconômico, as intervenções no câmbio distorcem um preço importante na economia.

### 3. Custos da Política Industrial

A política industrial produz efeitos distributivos e alocativos. O efeito distributivo se refere à divisão do bolo. Veremos que a política industrial tende a distribuir dos mais pobres para os mais ricos, isto é, a ser regressiva. O efeito alocativo se refere ao tamanho do bolo. Na seção anterior vimos razões pelas quais a política industrial pode aumentar o tamanho do bolo. Agora, nesta seção, tentamos mostrar como ela pode diminuí-lo.

#### 3.1. Efeitos distributivos da política industrial: Robin Hood às avessas

Ao apoiar um setor, o governo transfere recursos para ele<sup>28</sup>. Considere um programa de proteção à indústria com base em proteção tarifária. Os consumidores perderão porque os preços subirão, ou pelo menos deixarão de cair. Já a renda do setor industrial subirá. Isso constitui redistribuição regressiva porque o consumidor típico é mais pobre do que os empresários e os trabalhadores do setor industrial<sup>29</sup>.

#### 3.2. Efeitos alocativos da política industrial: diminuindo o tamanho do bolo

As distorções mais nefastas de política industrial são alocativas. Nesse caso, a política industrial desloca fatores de produção para setores de baixa produtividade, o que diminui o tamanho do bolo.

A distorção pode ocorrer simplesmente porque errar é humano. Mas ela é mais grave quando o político é influenciado por grupos de interesse. A política será determinada pela capacidade de angariar apoio do político, que depende do quanto cada envolvido tem a ganhar (ou perder) com a política e da aptidão para se organizar. Só por coincidência essas características coincidirão com estar em um setor produtivo. Em geral, setores menos produtivos, que só sobrevivem com apoio, têm mais a ganhar com política industrial e, portanto, gastarão mais recursos.

Como veremos, há vários instrumentos de política industrial. A tarifa de importação ou garantia de demanda aumentam os preços no setor protegido. Conseqüentemente, sobem os custos de produção nos setores que usam os produtos beneficiados como insumos. Políticas industriais que protegem o setor siderúrgico, por exemplo, diminuem a capacidade exportadora dos setores que consomem aço<sup>30</sup>. Quando as empresas têm acesso a insumos baratos e modernos, a produtividade da economia aumenta<sup>31</sup>. O aumento dos preços de bens de capital ajuda a explicar a redução do investimento no Brasil<sup>32</sup>.

Outros instrumentos de política industrial, como subsídios, reduzem os custos dos setores beneficiados, o que pode diminuir seus preços no curto prazo. No longo prazo, a política produz efeitos negativos. Um exemplo disso é o Japão. A concessão de crédito para empresas ineficientes, os “zumbis”, garantindo sua sobrevivência, contribui muito para explicar a longa estagnação da economia japonesa. A sobrevivência dos zumbis congestiona o acesso a recursos às empresas mais eficientes, diminui seus lucros e desencoraja investimentos e entrada de agentes econômicos mais produtivos. A consequência de longo prazo é a diminuição da produtividade de toda a economia<sup>33</sup>.

Por fim, uma distorção alocativa não desprezível, mas frequentemente ignorada, são os custos de influência. Os agentes gastam tempo e recursos para influenciar a política governamental, ao invés de empregá-los em fins produtivos<sup>34</sup>.

## 4. Instrumentos<sup>35</sup>

O arsenal de instrumentos de política industrial é amplo. Entre eles: intervenções na taxa de câmbio, proteção tarifária, benefícios fiscais, subsídios, garantia de demanda, investimento em P&D e patentes. Esta seção julga os instrumentos à luz de três critérios: capacidade de discriminar entre setores; o quanto o governo precisa saber para implantar a política; e a vulnerabilidade dos instrumentos à atuação política de setores que, mesmo não merecedores, possam usar argumentos de política industrial para conseguir apoio através de *lobby* ou corrupção.

### 4.1. Desvalorizar o câmbio

Desvalorizar o câmbio ajuda os setores que produzem bens que podem ser exportados ou importados, os bens transacionáveis<sup>36, 37</sup>. Como instrumento de política industrial, o câmbio tem a vantagem clara de ser visível. Ao contrário de empréstimos subsidiados de bancos públicos, é difícil esconder ou obscurecer a taxa de câmbio. Outra característica é a horizontalidade: desvalorização do câmbio ajuda todo o setor transacionável<sup>38</sup>. A horizontalidade torna o instrumento menos suscetível à influência política. O setor transacionável como um todo é mais difuso do que setores específicos e terá mais dificuldade de resolver o problema de ação coletiva para pleitear proteção cambial. Finalmente, como o câmbio ajuda todos os setores transacionáveis, seu uso não exige que o governo saiba muito: não é preciso descobrir quais setores merecem ajuda dentre os setores transacionáveis.

Políticas horizontais têm desvantagens porque serão menos efetivas em apoiar os setores onde as falhas de mercado são mais graves. Ao proteger todos os setores transacionáveis, a política manterá vivas firmas zumbis, em setores de baixa produtividade e sem chance de prosperar em igualdade de condições com a concorrência externa. A estratégia de substituição de importação, muito popular na América Latina entre anos 1940 e 1980, falhou por sua horizontalidade. A estrutura industrial ficou muito diversificada, com excesso de setores e firmas de baixa produtividade<sup>39</sup>.

O custo do equívoco é amplificado quando a política é horizontal. Se o setor de bens de serviços for o mais dinâmico da economia, a depreciação artificial do câmbio dará um sinal equivocado para que os agentes invistam em atividades substitutas de importados, por exemplo, a indústria no Brasil<sup>40</sup>.

## 4.2. Colocar tarifa alta de importação

A proteção tarifária pode ser aplicada seletivamente, e usada como cenoura ou porrete, ajudando a disciplina ao retirar proteção de setores cujo desempenho é aquém do desejado. No entanto, a tarifa de importação não consegue discriminar entre empresas do mesmo setor porque protege indiscriminadamente todos os produtores locais. Se o pioneirismo do empreendedor deve ser recompensado, é desejável que o instrumento beneficie mais os precursores. A tarifa de importação tampouco ajuda a exportação. Muitos setores mais dinâmicos são exportadores, que não deslançam porque enfrentam problemas de coordenação. Um exemplo disso é caso do salmão no Chile. Outro exemplo: uma tarifa de importação pouco ajudaria a exportação de etanol.

Há questões políticas com o uso de tarifa de importação<sup>41</sup>. O instrumento é particularmente sujeito ao *rent-seeking*, que é a busca de rendas excepcionais usando influência política. *Rent-seeking* destrói valor por três canais. Primeiro, distorce a alocação de fatores de produção para os setores mais capazes de resolver problemas de ação coletiva: a ajuda vai para quem é melhor em fazer *lobby*. Segundo, pelos custos de influência: recursos são gastos fazendo *lobby*, um desperdício do ponto de vista social. Terceiro, distribui renda para os setores suficientemente organizados para fazer *lobby* em detrimento do consumidor, piorando a distribuição de renda.

## 4.3. Financiamento subsidiado via dívida ou via emissão de ações

Este instrumento é usado em muitos países. Os financiamentos subsidiados, por serem discricionários, compartilham algumas das vantagens e desvantagens dos instrumentos focalizados. Ao contrário da tarifa de importação, eles podem ser concedidos a apenas algumas empresas. Portanto, podem discriminar em favor dos precursores em um contexto onde descoberta é importante. Por serem focalizados, são muito usados para fomentar campeões nacionais. Em relação à proteção tarifária, os empréstimos subsidiados são pouco transparentes. É mais fácil saber qual é tarifa de importação de um produto do que destrinchar os detalhes de um empréstimo do BNDES. Ainda no item transparência, os empréstimos subsidiados provocam um custo fiscal implícito – diferença entre a taxa cobrada nos empréstimos do BNDES, e o custo da dívida pública federal – nem sempre reconhecido no orçamento. Uma possível vantagem do financiamento público, principalmente via participação acionária, seria o fato de que grandes acionistas como fundos de pensão poderiam melhorar a governança corporativa das empresas. No entanto, esse não parece ser o caso na prática<sup>42</sup>. Por fim, erros na política de subscrição de empréstimos fragilizam o setor financeiro, com consequências particularmente nefastas, como aprendemos na crise financeira de 2008.

#### 4.4. Sustentação de demanda: políticas de conteúdo nacional

Políticas de conteúdo nacional são práticas de sustentação de demanda. Trata-se da imposição de que uma fração mínima dos insumos de um produto final seja produzida domesticamente. Muitos governos implantam tais políticas em suas compras. Outros, como o brasileiro, também impõem ou direcionam o setor privado a demandar conteúdo nacional em suas compras de insumos. Há vários exemplos, como a política brasileira de conteúdo nacional na exploração de petróleo e o tratamento tributário preferencial às montadoras que atendem aos requerimentos de conteúdo nacional. Um caso interessante é o recente acordo com a Helibras, fabricante do helicóptero militar EC 725: o governo comprou 50 unidades (€1,9 bilhão) e, como contrapartida, o fabricante europeu garantiu que 50% do helicóptero fabricado em Itajubá, Minas Gerais, terá componente nacional. É a combinação de garantia de demanda com uma política de componentes nacionais.

As políticas de conteúdo nacional são inspiradas por teorias de aglomeração. O governo garante a demanda pelo produto de um setor, ajudando-o a atingir escala, como no caso das empresas produtoras de insumos para a indústria petroleira, que não são rentáveis sem ajuda. Por exemplo, a exploração do pré-sal é rentável, mas, sem intervenção, os exploradores encomendarão plataformas em Singapura. Supõe-se que haja sinergias em produzir petróleo e plataformas no mesmo local, mas o mercado sozinho não consegue se aproveitar dessa sinergia. Isso ocorreria se a presença de engenheiros navais no Rio de Janeiro aumentasse a produtividade dos engenheiros de exploração de petróleo. Além da aglomeração, a política de conteúdo nacional implantada no setor automobilístico em 2012 tem o objetivo de substituição de importação.

As políticas de conteúdo nacional têm a vantagem de garantir a demanda. Nesse aspecto é superior à tarifa de importação ou ao subsídio, que garantem apenas vantagem competitiva, sendo ainda incerta a demanda. Mas têm uma desvantagem importante: elas irradiam ineficiências nos demais elos da cadeia produtiva<sup>43</sup>. Considere o fomento aos estaleiros. O subsídio fomenta a existência do setor de estaleiros. Isso pode ser ineficiente, mas o dano fica contido aos estaleiros. Já a política de conteúdo nacional prejudica toda a cadeia produtiva. Há evidência anedótica de que os atrasos na exploração do pré-sal se devem à falta de equipamentos nacionais, ao menos em parte. Recentemente, a Petrobras emitiu a seguinte opinião sobre a política de conteúdo nacional para vários itens necessários para a exploração e produção de petróleo: “Os percentuais mínimos de conteúdo local para os citados itens e subitens não são atendidos pelo mercado fornecedor nacional<sup>44</sup>.” A tarifa de importação aumenta o preço; a política de conteúdo nacional não só aumenta o preço, como pode causar falta de produto.

#### 4.5. Benefícios Fiscais

Um dos instrumentos prediletos de governos é o benefício fiscal. Muitas vezes ele se aplica em conjunto com a política de conteúdo nacional, como no caso do pacote de ajuda à indústria automobilística no Brasil em 2012. Mas também ocorre como uma forma de subsídio a alguns setores.

O tratamento tributário discriminado tem a desvantagem de ser ainda mais opaco do que os subsídios diretos. Quanto custará ao Tesouro o benefício do IPI para as montadoras? Uma notícia recente ilustra bem a opacidade dos benefícios fiscais. Foi noticiado na imprensa<sup>45</sup>: “As principais beneficiadas pela desoneração da folha são empresas do setor industrial, que economizarão R\$ 9,1 bilhões em contribuições neste ano, seguidas por companhias de transporte, com R\$ 2,2 bilhões... De acordo com o governo, os 42 setores beneficiados são responsáveis por 59% das exportações de manufaturados do país, 22% das exportações totais, um terço dos trabalhadores contratados pela CLT, 24% da massa salarial e 19% da receita bruta da economia.”.

#### 4.6. Patentes

A patente é uma concessão de monopólio temporário. Sendo uma intervenção governamental que incentiva a inovação, pode ser um instrumento de política industrial quando é importante o pioneirismo do empreendedor em descobrir novos mercados. Mas como patentear a descoberta de mercado? Patente se aplica melhor a um produto ou processo, como no caso da indústria farmacêutica. Como conceder um monopólio de venda de flores? O escopo para influência política e abuso da concessão é enorme. No entanto, há vários exemplos históricos, como os monopólios na comercialização de produtos produzidos em colônias (por exemplo, a Companhia das Índias).



## 5. Conclusão

O estudo da teoria, dos seus instrumentos e de alguns casos pode ajudar a responder várias perguntas práticas como: 1) o BNDES deve ajudar a CSN a se tornar uma campeã nacional comprando a CSA? 2) é adequado o governo investir tanto dinheiro nos frigoríficos? 3) o CADE acertou ao permitir a fusão que criou a Ambev? 4) o governo deveria privilegiar a Helibras em suas compras de helicópteros? Todas estas perguntas são relacionadas à política industrial.

Há poucos argumentos para que o governo fomente a CSN como campeão nacional do aço. As margens baixas correntes no mercado externo e as baixas chances de uma eventual consolidação no setor siderúrgico liderado pela CSN que amplie essas margens no futuro minam as condições pró-campeão nacional.

Também é difícil justificar altos gastos fiscais com frigoríficos, fomentando um deles como campeão: não só não parece que haverá margens, como não há nenhum argumento de aglomeração ou descoberta que justifique o investimento.

A fusão Brahma-Antarctica também não obteve os resultados positivos esperados para economia brasileira. Até o momento, ela só fez suprimir a concorrência no mercado doméstico para criá-la no exterior. Parece que a Inbev falhou ao tentar reproduzir a estratégia de aquisição de poder de mercado via fusão no mercado mais importante. Afinal, o CADE norte-americano contestou judicialmente a aquisição da Cerveceria Modelo pela Inbev, que concentraria bastante o mercado norte-americano.

Por fim, o governo privilegiar a Helibras na compra de helicópteros pode ser razoável. Há aglomerações, a Helibras já possui *expertise* e escala em aeronáutica, e há margens altas no mercado global. Resta saber se a empresa precisa da ajuda. Por fim, talvez fosse mais fácil ajudar a Embraer no mercado de helicópteros, pois é maior, controlada por brasileiros e dominante em um mercado correlato (jatos entre 80 e 120 lugares).

Em suma, deve-se fazer política industrial? Infelizmente, mas não surpreendentemente, não há uma resposta clara. Não faltam razões para fazer política industrial. Afinal, a Teoria Econômica já tipificou, e a literatura empírica já documentou uma abundância de falhas de mercado que abrem a possibilidade de que o governo produza uma solução superior àquela do mercado.

No entanto, é preciso sempre lembrar que o governo não é necessariamente bem intencionado. Parece mais razoável a suposição de que os próprios formuladores de política são auto interessados e, portanto, sujeitos à influência. Dada a fragilidade do processo político, concluímos que, a despeito das inúmeras razões para intervir, o ônus da prova deve estar com os promotores de políticas industriais. Não só em

demonstrar que um governo bem intencionado consegue fazer melhor que o mercado, como em arguir que o processo político é suficientemente blindado para que a política industrial ajude aos setores que realmente merecem apoio. A melhor maneira de entender porque o ônus da prova recai sobre os intervencionistas foi dada por Daron Acemoglu e James Robinson em um artigo recente no Project Syndicate<sup>46</sup>:

“De fato, a ciência econômica não diz que o livre mercado é melhor do que a intervenção estatal ou do que o capitalismo de estado. Os problemas com o capitalismo de estado são principalmente políticos, e não econômicos. No mundo real, as economias são crivadas por muitas falhas de mercado, de modo que um governo benevolente e onisciente pode intervir bastante de forma sensata. Mas quem já encontrou um governo benevolente e onisciente?”

<sup>1</sup> Alguns esclarecimentos. O adjetivo industrial é excessivamente restritivo, e já confessa um fetiche pela indústria. Consideraremos qualquer política de fomento setorial, seja indústria, serviço, agricultura ou mesmo o setor extrativista. Seria melhor dizer ‘políticas de incentivos setoriais’, mas sendo como é amplamente utilizado, manteremos o termo ‘política industrial’.

<sup>2</sup> São condições necessárias, não suficientes, para a intervenção.

<sup>3</sup> Várias razões levam a crer na superioridade do setor privado. Para política industrial, informação é a principal delas (desconsiderando os problemas políticos). Os preços, quando gerados como produto da agregação de milhares de decisões de agentes privados, tendem a refletir o verdadeiro valor de um bem, serviço ou ativo. Eles contêm o quanto os demandantes valoram o bem, e o quanto custa produzi-lo. Os erros tendem a se anular. Um planejador, desde sua mesa, seja em Brasília ou mesmo em Copenhague, terá dificuldade em descobrir quanto custa produzir um iPhone e quanto os consumidores lhe darão de valor. Por isso, se tivermos que adivinhar porque um setor não prospera em um país, é porque ele não é rentável. O fato de não haver investimento contém toda a informação e todas as opiniões dos agentes de mercado quanto a sua rentabilidade. Para uma articulação mais completa desse argumento, ver Friedrich Hayek (1945) “The Use of Information in Society,” *American Economic Review*, Vol. 35, pp. 519 – 530,

<sup>4</sup> Esse problema se resolve de forma descentralizada, privada, por subscritor (*underwriter*), que produz informação sobre a firma. Como o subscritor tem seus próprios interesses, essa solução é pior que se todos tivessem a mesma informação sobre a firma. Em economia se diz que a solução do *underwriter* é o *second best*.

<sup>5</sup> Quando o mercado falha, mas o governo não consegue melhorar em relação ao mercado, o que ocorre no caso do IPO, dizemos que o mercado atinge o ótimo restrito (*constrained maximum*). Restrito a, por exemplo, a falta de informação completa sobre a firma.

<sup>6</sup> Fundación Chile é uma corporação privada cujos acionistas são o Governo do Chile e BHP-Minera Escondida.

<sup>7</sup> O esforço tem um caráter de bem público, cuja provisão privada tende a ficar aquém do desejado socialmente.

<sup>8</sup> Ver Ricardo Hausman e Dani Rodrik (2003) “Economic Development as Self-Discovery,” *Journal of Development Economics*, Vol. 72, No. 2, pp. 603-633.

<sup>9</sup> “Other companies have copied Floramerica’s production and marketing methods; this dynamic process has been facilitated by the movement of key staff who embodied the know-how accumulated at Floramerica... David Cheever, one of the founders of Floramerica, left the company after two years to become a consultant to the growing Colombian flower industry. By assisting in the start-up of many new flower companies, he has been a driving force in diffusing know-how accumulated in Floramerica throughout the country.” Ver Ynug Whee Rhee e Therese Bellot (1990). “Export Catalysts in Low-income Countries. A Review of Eleven Success Stories”, *World Bank Discussion Paper 71, Policy Planning and Research, The World Bank*.

<sup>10</sup> Ver <http://www.estadao.com.br/noticias/impreso,franquias-de-iogurte-se-espalham-pelo-pais,518133,0.htm>

<sup>11</sup> Uma patente daria um *franchise* de poder de mercado para o pioneiro. Mas não é uma solução porque a descoberta, em geral, é da vocação, algo intangível e, portanto, difícil de patentear. Como poderíamos patentear o direito de vender iogurte? Em outros tempos dava-se *franchises* de monopólio, estilo Companhia das Índias. Hoje, isso parece ser difícil de implementar.

<sup>12</sup> O argumento de aglomeração é bastante antigo. Ver Paul Rosenstein-Rodan (1943) “Problems of Industrialization of Eastern and South- Eastern Europe”, *Economic Journal*, Vol. 53, pp 202-11.

<sup>13</sup> Murphy et al (1989) modelam formalmente essa argumento. Ver Kevin Murphy, Andrei Shleifer e Robert Vishny (1989) “Industrialization and the Big Push” Journal of Political Economy, Vol. 97, pp. 1003-1026. O fenômeno do ovo e da galinha produz o que na literatura econômica se chama de equilíbrio múltiplo.

<sup>14</sup> Como sempre, na prática nunca é tão simples. Em vários países, incluindo o Brasil, a mão de obra se transferiu do campo para a cidade porque houve mudanças tecnológicas que economizaram mão de obra no campo.

<sup>15</sup> Ver Paul Krugman, Development, Geography, and Economic Theory, Cambridge: The MIT Press, 1995, para os argumentos de geografia econômica.

<sup>16</sup> Ver o artigo principal da tese de doutorado que Edson Severnini defenderá na Universidade da Califórnia em Berkeley. Severnini cita o exemplo de Vancouver, Washington. Depois da construção em 1938 da barragem de Bonneville, entre Washington e Oregon, a cidade recebeu a ALCOA, o estaleiro Kaiser, além de papelarias. Ao longo do tempo, apesar de a indústria pesada sair dos EUA, a economia de Vancouver, WA, continuou a prosperar com indústrias de alta tecnologia.

<sup>17</sup> A relação simbiótica da Universidade Stanford com a indústria tecnológica do Vale é descrita na reportagem Get Rich U. The New Yorker, 30 de abril de 2012.

<sup>18</sup> A venda da marca Bavária, por exemplo, foi o remédio mais duro.

<sup>19</sup> Seria particularmente curiosa a estratégia dado que a CSN é a menor entre três produtoras de aço plano no Brasil. Claro, é a única controlada por um brasileiro. Mas fomentar um campeão quando já há outros maiores no mercado não parece ser uma estratégia vencedora. Naturalmente, a existência de uma empresa nacional no setor pode ser um fim em si mesmo.

<sup>20</sup> A mais recente ajuda foi um empréstimo de R\$5,4 bilhões do BNDES— a termos não especificados – para fomentar o plano de investimentos. Pode haver razões para o governo ajudar a OI, como estimular a construção da estrutura 4G em um ritmo que não seria rentável sem a ajuda governamental.

<sup>21</sup> Outra razão para o governo ajudar a OI é criar uma quarta empresa grande para aumentar a competição no mercado doméstico. Sendo essa a razão, a empresa não precisa ser brasileira. Além disso, o objetivo de fomentar concorrência pode ser mais facilmente atingido se a empresa for estatal. Afinal, a busca do lucro pela empresa privada pode fazê-la competir menos, e não mais (formação de cartéis, por exemplo).

<sup>22</sup> Um bem público é um bem cujo consumo é não excludente e não rival. Ser ‘não rival’ significa que o fato de uma pessoa consumir o bem não impede ou diminui o consumo de outra pessoa; ser ‘não excludente’ quer dizer que as pessoas não podem ser impedidas de consumir o bem. Um exemplo é um condomínio. Não se pode excluir um condômino do usufruto do serviço de segurança contratado pelo condomínio. Além disso, o fato de um condômino usufruir do serviço de segurança não impede o outro de usufruí-lo.

<sup>23</sup> Ao fazer propaganda do país, um hotel causa um benefício aos outros hotéis. E não consegue impedi-los de usufruir desse benefício.

<sup>24</sup> É importante notar a diferença entre uma situação de câmbio flutuante e uma de câmbio fixo. Quando o câmbio flutuante está apreciado, o mercado está dizendo que o setor deve perecer. Quando o câmbio fixo está apreciado, para, por exemplo, controlar a inflação, o sinal não é de mercado. Justifica-se mais facilmente o governo ajudar setores pelo câmbio apreciado quando ele é fixo do que quando é flutuante.

<sup>25</sup> Mais precisamente, seria se os termos de troca seguissem favoráveis. O termo de troca é a razão do preço do que exportamos liquidamente e preço do que importamos liquidamente.

<sup>26</sup> Imagine uma montadora de automóveis que está considerando deixar de produzir no Brasil porque o câmbio está apreciado. Ao sair ela causa uma externalidade nos setores produtores de autopeças. Logo, não internaliza todos os benefícios de ficar no mercado. Outra razão para saída ineficiente é alguma imperfeição no mercado de crédito. A montadora podia apostar que o câmbio se depreciará, e apropriar-se de ganhos por ficar no mercado. Mas para isso terá prejuízo no curto prazo. Se o acesso ao mercado de crédito é imperfeito, ela terá dificuldades de fazer essa suavização intertemporal.

<sup>27</sup> O fundo de estabilização chileno, uma espécie de fundo soberano, foi utilizado para manter o nível de consumo da economia quando o preço do cobre caiu fortemente em 2008 - 2009.

<sup>28</sup> Referimo-nos às redistribuições em relação ao status quo. É verdade que não intervir não é neutro em termos distributivos porque o status quo tampouco é neutro.

<sup>29</sup> Por que os consumidores não conseguem evitar essa perda? A teoria política sugere que os setores mais organizados terão vantagens porque conseguem resolver o problema de ação coletiva para influenciar a formulação de políticas. O problema da ação coletiva ocorre porque os grupos têm dificuldade de resolver questões de interesse coletivo. Quem pagará pela segurança particular da rua? Os grupos resolvem o problema da ação coletiva quando os indivíduos têm interesse privado para contribuírem para o bem comum, o que ocorre mais facilmente em grupos pequenos. A indústria tem interesses concentrados em poucos agentes. Os consumidores são muitos e perdem um pouquinho cada um. Por isso têm dificuldade de organizarem-se para convencer o governo a não proteger a indústria. Qualquer pessoa que já tentou fazer uma vaquinha sabe que é mais difícil quando há muita gente envolvida. O argumento completo diz que soluções socialmente ruins ocorrem (o problema da ação coletiva) quando os benefícios são concentrados e os custos são difusos. Ver Macur Olson (1965) *The Logic of Collective Action: Public Goods and the Theory of Groups*, Harvard University Press.

<sup>30</sup> Ver Bruce Blonigem (2013) "Industrial Policy and Downstream Export Performance," NBER Working Paper No. 18694.

<sup>31</sup> Ver Ezra Oberfield (2013) "Business Networks, Production Chains, and Productivity: A Theory of Input-Output Architecture," Artigo para discussão disponível em <https://sites.google.com/site/ezraoberfield/working-papers-1>

<sup>32</sup> Ver Edmar Bacha e Regis Bonelli (2012) "Accounting for the Rise and Fall of Post-WW II Brazil's Growth," IEPE/CdG Texto para Discussão No. 25.

<sup>33</sup> Ver Ricardo, Caballero, Takeo Hoshi e Anil Kashyap (2008) "Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan," *American Economic Review*, Vol. 98, No. 2, pp. 1943 - 1977. <http://faculty.chicagobooth.edu/anil.kashyap/research/papers/Zombiejan2008fulldocument.pdf>

<sup>34</sup> Sobre a importância dos *custos de influência*, ver Paul Milgrom e John Roberts (1992) *Economics, Organization, and Management*, Prentice-Hall.

<sup>35</sup> Há diferenças importantes entre os instrumentos quanto à legalidade no âmbito do direito comercial internacional. A despeito de sua importância, não trataremos dessas diferenças.

<sup>36</sup> Minério de ferro é transacionável. Serviços, como corte de cabelo, não são transacionáveis. Claro, as tecnologias de transporte e comunicação determinam o que é transacionável. Os Serviços de Atendimento ao Consumidor (SACs) costumavam ser não transacionáveis até que a queda no preço das tarifas telefônicas e a tecnologia de Voice over IP (VoIP) permitiram "exportar" o serviço.

<sup>37</sup> A possibilidade de usar câmbio como instrumento de política depende da capacidade de afetar a taxa de câmbio real. A diferença entre as taxas de câmbio real e a nominal é a inflação. Intervindo no mercado de câmbio, o governo faz o câmbio nominal subir, por exemplo, de R\$1,90 para R\$2,05 por dólar norte-americano. Isso pode tornar os

produtos brasileiros mais competitivos no exterior. Mas a desvalorização se transmite para os preços domésticos, elevando a inflação brasileira em relação à norte-americana. Nesse caso, câmbio nominal subiu, mas o câmbio real ficou parado: o aumento da inflação anula a depreciação do câmbio nominal. Há uma discussão grande na literatura econômica sobre a capacidade de determinar a taxa de câmbio real.

<sup>38</sup> O efeito não é perfeitamente horizontal: entre os setores transacionáveis, haverá heterogeneidade na exposição ao câmbio. É, no entanto, um dos instrumentos mais horizontais.

<sup>39</sup> Disciplina veio com a abertura comercial dos anos 1990. Ver o argumento Hausman e Rodrik (2003).

<sup>40</sup> Há uma literatura empírica que sugere que é sempre necessário ter indústria para ser rico. Rodrik (2006, 2007) apresenta evidências de que, em geral, um país precisa industrializar-se para enriquecer. Isso deve ter sido verdadeiro durante os séculos 19 e 20, quando a indústria era claramente o setor mais produtivo da economia e, portanto, para ser rico era preciso ter indústria. Hoje isso já não é claro. Onde está o maior valor agregado: na produção do tênis no Sudoeste asiático, ou nos setores de marketing e finanças, que estão nos EUA?

<sup>41</sup> O uso político da tarifa é conhecido teoricamente e documentado empiricamente. Ver Anne Krueger (1974) "The Political Economy of the Rent-Seeking Society," *American Economic Review*, vol. 64, pp. 291-203.

<sup>42</sup> Para um argumento teórico, ver Andrei Shleifer e Robert Vishny (1997) "A Survey of Corporate Governance," *Journal of Finance*, Vol 56, pp. 737 – 783. Na prática para o Brasil, Ricardo Leal mostrou que a presença de fundos de pensão não melhora a governança corporativa das empresas nas quais eles têm participação relevante. Ver Rodrigo Oliveira, Ricardo Leal e Vinicio Almeida (2012) "Large Pension Funds and Corporate Governance Practices in Brazilian Companies," *Corporate Ownership and Control*, Vol. 9, pp. 76 – 84.

<sup>43</sup> Ver Blonigen (2013).

<sup>44</sup> Ver consulta pública 02/2013 para as regras da 11ª rodada de leilão de exploração de petróleo e gás.

<sup>45</sup> Valor, 21 de janeiro de 2013.

<sup>46</sup> Daron Acemoglu and James Robinson (2013) "Is State Capitalism Winning?" Project Syndicate. Tradução nossa do original em inglês: "In fact, economics does not say that unfettered markets are better than state intervention or even state capitalism. The problems with state capitalism are primarily political, not economic. Any real-world economy is riddled with market failures, so a benevolent and omnipotent government could sensibly intervene quite a lot. But who ever met a benevolent and omnipotent government?"



Av. Ataulfo de Paiva 204, 2º andar – Leblon  
Rio de Janeiro 22440-033  
Tel.: 55 21 3033-3300  
ri@pagr.com.br

Este material tem o único propósito de divulgar informações e dar transparência à gestão executada pela Pacífico Gestão de Recursos, não devendo ser considerado como oferta de venda de cotas de fundos de investimento ou de qualquer título ou valor mobiliário e não constitui o prospecto previsto na Instrução CVM 409 ou no Código de Auto Regulação da ANBID. Fundos de Investimento não contam com a garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos – FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Para avaliação da *performance* do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. Os fundos geridos pela Pacífico Gestão de Recursos utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Os fundos geridos pela Pacífico Gestão de Recursos estão autorizados a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e do regulamento do fundo de investimento ao aplicar os seus recursos. Fundos multimercados e fundos de ações podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. As informações divulgadas neste material possuem caráter meramente informativo e não constituem, em nenhuma hipótese, recomendações ou aconselhamentos sobre investimentos. A Pacífico Gestão de Recursos não se responsabiliza pela publicação acidental de informações incorretas, nem por decisões de investimento tomadas com base neste material.