

**A CRISE ECONÔMICA NA
ESPANHA E O SETOR
ELÉTRICO NO BRASIL**

**A CRISE ECONÔMICA NA
ESPANHA E O SETOR
ELÉTRICO NO BRASIL**



Primeiro Presidente Fundador
Luiz Simões Lopes

Presidente
Carlos Ivan Simonsen Leal

Vice-Presidentes
Sergio Franklin Quintella, Francisco Oswaldo Neves Dornelles e Marcos Cintra Cavalcante de Albuquerque

CONSELHO DIRETOR

Presidente
Carlos Ivan Simonsen Leal

Vice-Presidentes
Sergio Franklin Quintella, Francisco Oswaldo Neves Dornelles e Marcos Cintra Cavalcante de Albuquerque

Vogais
Armando Klabin, Carlos Alberto Pires de Carvalho e Albuquerque, Ernane Galvêas, José Luiz Miranda, Lindolpho de Carvalho Dias, Manoel Pio Corrêa Júnior, Marcílio Marques Moreira e Roberto Paulo Cezar de Andrade

Suplentes
Antonio Monteiro de Castro Filho, Cristiano Buarque Franco Neto, Eduardo Baptista Vianna, Gilberto Duarte Prado, Jacob Palis Júnior, José Ermírio de Moraes Neto, José Julio de Almeida Senna e Marcelo José Basílio de Souza Marinho.

CONSELHO CURADOR

Presidente
Carlos Alberto Lenz César Protásio

Vice-Presidente
João Alfredo Dias Lins (Klabin Irmãos e Cia)

Vogais
Alexandre Koch Torres de Assis, Angélica Moreira da Silva (Federação Brasileira de Bancos), Carlos Moacyr Gomes de Almeida, Dante Letti (Souza Cruz S.A.), Edmundo Penna Barbosa da Silva, Heitor Chagas de Oliveira, Jaques Wagner (Estado da Bahia), Luiz Chor (Chozil Engenharia Ltda.), Marcelo Serfaty, Marcio João de Andrade Fortes, Maurício Matos Peixoto, Orlando dos Santos Marques (Publicis Brasil Comunicação Ltda.), Pedro Henrique Mariani Bittencourt (Banco BBM S.A.), Raul Calfat (Votorantim Participações S.A.), Rodrigo Vaunizio Pires de Azevedo (IRB - Brasil Resseguros S.A.), Ronaldo Mendonça Vilela (Sindicato das Empresas de Seguros Privados, de Capitalização e de Resseguros no Estado do Rio de Janeiro e do Espírito Santo), Sérgio Ribeiro da Costa Werlang e Tarso Genro (Estado do Rio Grande do Sul).

Suplentes
Aldo Floris, José Carlos Schmidt Murta Ribeiro, Luiz Ildelfonso Simões Lopes (Brookfield Brasil Ltda.), Luiz Roberto Nascimento Silva, Manoel Fernando Thompson Motta Filho, Murilo Pinto de Oliveira Ferreira (Vale S.A.), Nilson Teixeira (Banco de Investimentos Crédit Suisse S.A.), Olavo Monteiro de Carvalho (Monteiro Aranha Participações S.A.), Patrick de Larragoiti Lucas (Sul América Companhia Nacional de Seguros), Rui Barreto (Café Solúvel Brasília S.A.) e Sérgio Lins Andrade (Andrade Gutierrez S.A.).

Sede
Praia de Botafogo, 190, Rio de Janeiro – RJ, CEP 22250-900 ou Caixa Postal 62.591 / CEP 22257-970, Tel: (21) 3799-5498, www.fgv.br

Instituição de caráter técnico-científico, educativo e filantrópico, criada em 20 de dezembro de 1944 como pessoa jurídica de direito privado, tem por finalidade atuar, de forma ampla, em todas as matérias de caráter científico, com ênfase no campo das ciências sociais: administração, direito e economia, contribuindo para o desenvolvimento econômico-social do país.



Diretor
Cesar Cunha Campos

Diretor Técnico
Ricardo Simonsen

Diretor de Controle
Antônio Carlos Kfourir Aidar

Diretor de Qualidade
Francisco Eduardo Torres de Sá

Diretor de Mercado
Sidnei Gonzalez

Diretores-Adjuntos de Mercado
Carlos Augusto Lopes da Costa
José Bento Carlos Amaral

EQUIPE TÉCNICA

Coordenador do Projeto
Fernando Blumenschein

Colaboradores
Diego Navarro Pozo
Edmilson Varejão
Joisa Campanher
Otávio Mielnik

Assistentes de Pesquisa
Natalia Levy
Raiza Adler
Rodrigo Dias

EQUIPE DE PRODUÇÃO

Editor-Chefe
Sidnei Gonzalez

Coordenação Editorial
Melina Bandeira

Produção Editorial
Manuela Fantinato

Projeto Gráfico
Maria João Macedo
Patricia Werner
Aila Martins Ferreira
Camila Senna

Revisão
Luciana Aché

Fotos
www.corbis.com
www.shutterstock.com

Esta edição está disponível para download no site: www.fgv.br/fgvprojetos

SUMÁRIO

| | | |
|-----|---|-----|
| 1. | INTRODUÇÃO..... | 04 |
| 2. | ASPECTOS GERAIS DA ECONOMIA ESPANHOLA..... | 08 |
| 2.1 | Evolução histórico-institucional das questões regionais..... | 10 |
| 2.2 | A União Europeia e a Espanha..... | 15 |
| 2.3 | Análise da estabilidade da união monetária..... | 16 |
| 2.4 | Impactos da adaptação da economia espanhola em preparação para o euro..... | 16 |
| 2.5 | Análise retrospectiva dos impactos da implantação do euro..... | 20 |
| 3. | DIAGNÓSTICO MACROECONÔMICO DA ESPANHA..... | 24 |
| 3.1 | Aspectos gerais..... | 26 |
| 3.2 | Componentes da crise..... | 28 |
| 3.3 | Riscos macro e microprudenciários no sistema financeiro..... | 37 |
| 3.4 | Avaliação do risco soberano..... | 39 |
| 3.5 | Avaliação da probabilidade e impactos de cenários de ruptura..... | 40 |
| 4. | DIAGNÓSTICO MICROECONÔMICO DA ECONOMIA ESPANHOLA..... | 44 |
| 4.1 | Setores mais fragilizados e impactos sistêmicos de falências localizadas..... | 46 |
| 4.2 | Posição das empresas espanholas no mundo..... | 50 |
| 4.3 | O turismo no contexto de crise..... | 54 |
| 5. | INVESTIMENTOS NO EXTERIOR DAS EMPRESAS ESPANHOLAS..... | 58 |
| 5.1 | A evolução do regime de investimentos estrangeiros diretos na Espanha..... | 60 |
| 5.2 | A escolha dos setores mais dinâmicos (tamanho e competitividade)..... | 62 |
| 5.3 | A importância dos investimentos na América Latina..... | 63 |
| 5.4 | Padrões de investimento das empresas espanholas..... | 64 |
| 5.5 | Setor bancário..... | 66 |
| 5.6 | Utilidade pública..... | 71 |
| 6. | PRESENÇA DAS EMPRESAS ESPANHOLAS NO SETOR ELÉTRICO BRASILEIRO..... | 86 |
| 6.1 | Principais empresas espanholas de energia elétrica..... | 88 |
| 6.2 | Posição das empresas espanholas no mundo..... | 89 |
| 6.3 | Principais empresas espanholas de energia elétrica no setor elétrico brasileiro..... | 94 |
| 6.4 | Participação relativa dos players nacionais e internacionais..... | 97 |
| 6.5 | Sensibilidade das empresas de maior porte aos riscos apresentados pela crise na Espanha..... | 100 |
| 6.6 | Efeitos da regulação e de alterações recentes no marco legal e regulatório sobre as estratégias das empresas..... | 101 |
| 6.7 | Candidatos potenciais à assunção dos ativos das empresas espanholas..... | 107 |
| 7. | OBSERVAÇÕES CONCLUSIVAS..... | 110 |
| | REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS E ANEXOS..... | 120 |

1. INTRODUÇÃO

Durante um breve período da história econômica recente, marcado pelo aprofundamento dos acordos de livre comércio, dos entendimentos implícitos e explícitos sobre o livre fluxo de capitais e por um movimento aparentemente inexorável em direção à integração econômica, a questão do investimento estrangeiro pôde ser pensada unicamente em termos dos aspectos fundamentais dos projetos e de seus riscos políticos locais. A partir da crise financeira global de 2008/2009 e suas repercussões pelo mundo, as especificidades das dinâmicas socioeconômicas de cada país passaram a reclamar mais importância, com impactos potenciais sobre as variáveis econômicas que não podem ser mais desconsiderados.

O caso espanhol é particularmente interessante por sua diversidade interna. Convivem duas realidades contrastantes. De um lado, tem-se uma economia real com forte vulnerabilidade externa, que leva a graves crises, que se refletem principalmente no desemprego. De outro, configura-se o que poderia ser chamado de setor de intermediação financeira, que consegue converter as condições favoráveis de crédito no período 1995-2005 em posições lucrativas e em ativos produtivos estrangeiros. A extensão com a qual a “Espanha vulnerável” contamina ou limita a “Espanha líder global” é uma questão que se amplifica com a crise, e deve mediar o acompanhamento do desenvolvimento econômico na Europa nos próximos anos, quando se tem o investimento estrangeiro em foco.

As características do investimento direto estrangeiro também merecem atenção. A formação recente de grandes conglomerados financeiros tem na sua origem a aquisição e consolidação de ativos estatais privatizados durante a década de 90, explorando os ganhos potenciais de eficiência, as economias de escala e as expectativas positivas em relação à performance das empresas privatizadas. A partir deste momento, duas características marcam a dinâmica do capital espanhol, e são elas a ênfase em monopólios naturais, principalmente na América Latina, e o contínuo movimento de consolidação, seja por empresas espanholas adquirindo seus competidores ou por vender seus ativos a entidades de outros países. Existem, por outro lado, sinais de saída do setor de utilidades públicas na América Latina, em parte em reação ao risco crescente de expropriação com as mudanças políticas da década de 2000 na região, mas também porque a crise europeia manifesta-se também através da contração de crédito, o que torna o recuo uma estratégia preferível em um cenário de incertezas crescentes.

O setor elétrico apresenta características desta tendência geral dos investimentos diretos estrangeiros espanhóis. Existem atualmente diversas empresas do setor com negócios relevantes na América Latina, gerando, em vários casos, a maior parte de suas receitas fora da Espanha. A importância das condições europeias de crédito para a expansão do investimento fica mais evidente, contudo, devido ao fato de que a maior parte da dívida deste setor ainda é denominada em euros, o que se reflete no recuo de certos investimentos em função de questões de endividamento associadas à crise europeia. O tema do risco político também se destaca. Em um contexto latino-americano já afetado por renegociações tensas de contratos em outros países, a incerteza no ambiente regulatório brasileiro vem se elevando em função de uma sucessão de medidas que geram preocupação sobre as condições de renovação das concessões no setor elétrico.

Estas questões interligadas foram o foco do presente trabalho, que consiste de um estudo transversal da questão dos investimentos espanhóis no setor elétrico brasileiro, recortando o problema em cinco seções. A Seção 2, de caráter qualitativo, explora a formação econômica da Espanha contemporânea e destaca temas recorrentes nas suas conjunturas e na formulação de políticas que evoluíram com a introdução do Mercado Comum Europeu e, mais tarde, da União Monetária.

A Seção 3 aprofunda estas análises a partir de uma resenha da literatura recente e da evidência empírica sobre os temas de maior importância para a atual conjuntura, conformando um diagnóstico macroeconômico da Espanha na sua atualidade. São exploradas ainda as consequências possíveis de cenários de ruptura com a configuração institucional e política da União Europeia.

Complementando estas análises, a Seção 4 aborda os investimentos diretos da Espanha no setor elétrico no Brasil, examinando sua estrutura e sua relação com o ambiente regulatório brasileiro e financeiro na Espanha.

A Seção 5 quantifica detalhadamente evidências sobre a estrutura e os impactos da crise no âmbito microeconômico e setorial. Na Seção 6, por sua vez, faz-se um panorama geral do investimento espanhol, no exterior, que se estende por uma variedade de setores (desde o financeiro até a exploração de recursos naturais como água e petróleo) e países.

Cada um destes módulos envolveu um trabalho independente de levantamento de dados e informações, consolidação e análise, e revisão da literatura acadêmica e regulatória relevante. O estudo é concluído por uma seção de Observações Conclusivas, que destaca os temas que se mostraram mais relevantes ao longo do estudo em termos do seu potencial impacto para a elaboração de prognósticos e análises de risco.



2. **ASPECTOS GERAIS DA ECONOMIA ESPANHOLA**

A crise econômica na Espanha contemporânea pode ser analisada a partir de diversos pontos de vista, que tomam como foco principal diferentes aspectos da evolução e da conjuntura econômica atual. Por outro lado, a crise pode ser entendida como uma confluência de diversos processos econômicos que se destacam de diferentes maneiras, dependendo da forma como são analisados. No sentido de balizar uma compreensão abrangente da problemática espanhola agora e no futuro, três temas se destacaram nas pesquisas realizadas para a elaboração deste capítulo.

O primeiro tema emerge das características institucionais e conjunturais da liberalização da economia espanhola após o fim do regime de Francisco Franco, culminando na Constituição de 1978 e no Pacto de La Moncloa, do mesmo ano. Depois de décadas sob condições semi-autárquicas, com relações comerciais com o exterior estritamente reguladas, a economia espanhola mostrava-se vulnerável em relação aos seus termos de troca com o exterior, apresentando grande dependência tanto de exportações como de determinadas importações. A evolução desta característica particular interagiu com todo o processo de adoção de balizas cambiais, no Sistema Monetário Europeu, e, mais tarde, com a união monetária na Zona do Euro, além de amplificar o significado econômico das distinções regionais no interior do país. Ainda hoje, o governo denomina seu ministério para políticas econômicas como Ministerio de Economía y Competitividad, reafirmando um compromisso com um tema recorrente no tempo e ao longo de uma diversidade de questões atuais.

O segundo tema de destaque decorre de um exame das características estruturais que podem contribuir com a questão macroeconômica e institucional da competitividade espanhola. A Espanha tem taxas historicamente altas de desemprego, que são altamente elásticas a crises conjunturais, com particular grau de interdependência com as contas externas. Existem evidências (Nickell (1997), Coe e Snower (1997)) de ineficiências no mercado de trabalho associadas a estes fenômenos, parcialmente refletidos nos altos custos do trabalho, que evoluem de maneira independente do emprego. Ineficiências e elementos de rigidez no mercado de trabalho podem ter contribuído também para a formação de uma prolongada bolha imobiliária (Aspachs-Bracons, 2009), o que, além de trazer consequências diretas para o endividamento das famílias e o impacto da crise financeira global, introduziu um risco difícil de mensurar no sistema financeiro ao permitir que firmas emitam dívida de caráter hipotecário (Posada, 2013) para evitar o processo formal de concordata. Estes e outros fatores limitam a flexibilidade microeconômica do sistema a ajustes estruturais, dando origem a um importante fator de incerteza macroeconômica.

O terceiro tema se refere às repercussões da crise financeira global e à sua continuação no contexto da Zona do Euro. As questões que marcam este tema têm grande similaridade com aquelas enfrentadas pelos países da região que Haider (2011) define como “periferia europeia”, que abrange Portugal, Irlanda, Itália, Grécia e Espanha. Estes países encontram-se do mesmo lado de desequilíbrios fundamentais na constituição do euro, mas tem um componente forte de expectativas, o que amplifica os sinais de interdependência no que se denomina *flight to safety*. Neste processo comum, os diferenciais de prêmio de risco, vistos como as consequências da reestruturação do sistema, podem exibir comportamentos particulares com ligação direta com a questão regional, haja vista que, dentro da Espanha, se desenvolve um processo em menor escala de crises financeiras regionais, assim como de resgate pelo governo central.

2.1 EVOLUÇÃO HISTÓRICO-INSTITUCIONAL DAS QUESTÕES REGIONAIS

As fronteiras da Espanha moderna têm sua origem na chamada Reconquista da península ibérica, que fora largamente ocupada por nações árabes originárias do Norte da África, a partir do estabelecimento do emirado de Córdoba no século VIII. O processo de Reconquista trouxe uma unificação da península, que anteriormente era repartida entre vários reinos, cuja história remonta à Antiguidade e cuja identidade ainda se reflete na configuração territorial e sociopolítica do país.

É interessante ressaltar, preliminarmente, a persistência da identidade destes reinos, que preservaram, em linhas gerais, suas fronteiras e cultura em face de uma diversidade de circunstâncias históricas. Um fator de destaque, além de questões culturais e étnicas, é a partição da península por cadeias montanhosas. No contexto pré-industrial, a comunicação através de barreiras geográficas era lenta e difícil, o que gerava um relativo isolamento geográfico e tendia à diferenciação de idiomas e convenções. Esta diferenciação se reflete ainda hoje na estrutura descentralizada do governo espanhol e no reconhecimento oficial dos principais idiomas regionais, bem como de certas práticas jurídicas.

Como mencionado, o impulso definitivo em direção à unificação das nacionalidades históricas peninsulares sob um estado espanhol unificado foi dado pelo conflito com as invasões islâmicas, como um adversário em comum, e com a Reconquista, como um projeto peninsular.

A dualidade entre a nacionalidade espanhola e as “realidades nacionais” que a compõem está presente ao longo de todo o marco legal e prática institucional na Espanha contemporânea, e informa os múltiplos movimentos separatistas, desde a unificação até o presente. O fato de esta dualidade não se traduzir em um equilíbrio frágil reflete, em grande medida, o desenho institucional do federalismo espanhol, mas também retrata um processo histórico, o da sedimentação da ideia de um Estado único participando do cenário internacional a partir da formação do império colonial, desde o século XVI.

De fato, a solidificação da ideia de uma nação espanhola unificada acompanha a ascensão e queda do império colonial e a importância do país no cenário europeu. No auge do seu império colonial, a Espanha era um dos países mais influentes da Europa, responsável por grande fluxo de metais preciosos, que, naquela época, virtualmente definiam o que era a moeda. Ao mesmo tempo em que o país influenciava indiretamente a conjuntura monetária do continente, emergiam instituições, como a universidade de Salamanca, que articulavam um pensamento econômico moderno e pós-mercantilista, ainda no século XVIII.

A extinção *de facto* do poder imperial espanhol, no século XIX, trouxe crises políticas, acompanhadas pelas revoluções e contrarrevoluções vistas em boa parte da Europa, culminando em uma alternância de regimes democráticos instáveis, restaurações dinásticas e ditaduras militares. Neste contexto de rápidas mudanças, traços de nacionalismos sub-peninsulares e separatismos começaram a ser vistos, com ocasionais declarações de independência regional e repúblicas sub-peninsulares de curta vida na turbulência política que marcou a virada do século XX e suas primeiras décadas.

No âmbito das estruturas produtivas, distinções econômicas importantes começaram a surgir com a chegada da revolução industrial a regiões como a Catalunha, a partir da década de 1840. A distribuição geográfica desigual da industrialização desde o seu início foi simultaneamente um fator que ampliou as diferenças na península e um incentivo forte a uma maior integração econômica com o resto do país, em busca de maior mercado interno e melhor infraestrutura de escopo nacional, como ferrovias, energia e modernização do sistema financeiro.

Apesar do efeito unificador da modernização da economia, ainda no século XX, o último regime republicano reconheceu a autonomia das regiões da Catalunha, Galícia e do País Basco, indicativo precoce de que era improvável que um regime democrático fosse compatível com o nacionalismo centralizador. Seguiu-se a este período uma extensa e complexa guerra, que culminou com o estabelecimento de um regime autocrático, de economia inicialmente autárquica, sob o comando de Francisco Franco, que, como parte de um projeto para o país, reprimiu fortemente manifestações regionais, restringindo inclusive o uso dos idiomas locais. Na estabilização política que se seguiu à queda desta ditadura, restaurando a monarquia em forma parlamentar, que perdura até hoje, a questão regional retornou, desempenhando um papel importante na estrutura política da nação.

A Constituição de 1978, que formalizou o novo arranjo institucional, previa desde o início um procedimento *bottom-up* para a formação de Comunidades Autônomas, no qual as províncias – unidades administrativas sub-regionais sem qualquer autonomia – organizavam alianças que apresentavam uma reivindicação juntamente ao governo central. O mapa foi fechado a novas remodelações apenas em 1995, definindo 17 Comunidades e duas Cidades Autônomas (Ceuta e Melilla, enclaves espanhóis no continente africano), cobrindo todo o território espanhol e refletindo em sua maior parte a configuração tradicional das nacionalidades históricas e seus *clusters* culturais, étnicos e linguísticos, conforme ilustra o Quadro 1.

QUADRO 1
Mapa das Comunidades Autônomas da Espanha



No Quadro 2, as 17 Comunidades se encontram listadas junto à sua renda per capita. São também enumeradas, para fins de comparação, a UE e a Espanha como um todo.

QUADRO 2
Renda per capita/ano (em euros) das Comunidades Autônomas da Espanha e Comparações Internacionais (2012)

| COMUNIDADE AUTÔNOMA | RENDA PER CAPITA/ANO | RENDA PER CAPITA COMO MÚLTIPLO DA NACIONAL (ESPANHA=1) |
|--|----------------------|--|
| País Basco ¹ | 31.288 | 1,34 |
| Navarra | 30.068 | 1,29 |
| Madrid ² (Comunidad de Madrid) | 29.731 | 1,28 |
| Catalunha | 27.430 | 1,18 |
| La Rioja | 26.129 | 1,12 |
| Aragón | 25.920 | 1,11 |
| União Europeia | 25.192 | 1,08 |
| Ilhas Baleares (Islas Baleares) | 24.585 | 1,06 |
| Espanha | 23.271 | 1,00 |
| Castela e León (Castilla y León) | 23.146 | 0,99 |
| Cantábria (Cantabria) | 22.981 | 0,99 |
| Asturias (Principado de Asturias) | 21.976 | 0,94 |
| Galícia | 21.112 | 0,91 |
| Valencia (Comunitat Valenciana) | 20.583 | 0,88 |
| Ceuta | 20.045 | 0,86 |
| Ilhas Canárias (Islas Canarias) | 19.806 | 0,85 |
| Murcia | 19.144 | 0,82 |
| Castela / La Mancha (Castilla / La Mancha) | 18.568 | 0,80 |
| Melilla | 18.454 | 0,79 |
| Andalusia (Andalucía) | 17.587 | 0,76 |
| Extremadura | 16.149 | 0,69 |

Fonte: Eurostat e Instituto Nacional de Estadística - INE.

Desde já, notam-se diferenças significativas entre as realidades econômicas das Comunidades Autônomas. Enquanto Madrid, sede da capital do país, aparece de forma proeminente, as duas Comunidades de idioma basco têm níveis de renda ainda mais altos, e a estas três se juntam a Catalunha, La Rioja e Aragón como comunidades que têm padrão de vida acima da média espanhola e da União Europeia. Já a Andalusia, região de grande importância cultural e histórica, que já foi economicamente dominante, concentrava, em 2012, a maior população entre todas as comunidades, ao mesmo tempo em que exibía uma das rendas per capita mais baixas do país.

¹ O uso da expressão “País Basco” na discussão geopolítica recente identifica a Comunidade Autônoma que se intitula no idioma basco Euskadi. Um uso mais tradicional desta expressão, principalmente em espanhol, designa um agregado linguística e culturalmente coeso, hoje mais conhecido como Euskal Herria, que engloba as regiões de cultura basca na Espanha e, por vezes, na França, incluindo, por exemplo, a região de Navarra (Euskaltzaindia, 2012).

² A região associada historicamente ao reino pré-espanhol de Castela corresponde ao foco principal de poder na Espanha unificada, com capital em Madrid. No mapa final das Comunidades, esta região, cujas fronteiras evoluíram mesmo antes da unificação, encontra-se dividida entre a Comunidade de Madrid, Castela/La Mancha e Castela e León. La Mancha foi significativamente repovoada durante a Reconquista, ganhando um determinante caráter castelhano. Por outro lado, o Estatuto de Autonomia de Castela e Leão afirma no seu preâmbulo que “los antiguos reinos de Castilla y León han mantenido a lo largo de los siglos una identidad histórica y cultural claramente definida dentro de la plural unidad de España”, negando com efeito os movimentos autonomistas anteriores à guerra civil e indicando uma continuidade que diferencia esta região de La Mancha.

Embora estas diferenças regionais sejam encontradas em muitos países, o grau de autogoverno das Comunidades gera conflitos, com repercussões sobre as finanças públicas do Estado espanhol em momentos de crise, como o experimentado atualmente. Por outro lado, o regime de autonomias descentraliza o que já foi um conflito entre três visões polarizantes da Espanha, simbolizadas pelas cidades de Sevilha, Barcelona e Bilbao³. Na medida em que as diversas regiões históricas ganham em autonomia e autogoverno – no caso das comunidades forais, chegando a incorporar os sistemas judiciário e tributário – o potencial de um realinhamento de alianças das demais comunidades autônomas de Madrid para estes centros (respectivamente andaluz, catalão e basco) se torna um cenário improvável.

De fato, a diversidade de regimes políticos encontrados entre as Comunidades Autônomas permitiria caracterizar a continuidade da peseta entre 1978 e 2000 como a imposição de uma moeda comum. A literatura sobre áreas monetárias ótimas (por exemplo, Alesina e Barro (2003)) se vale do exemplo dos EUA como uma área monetária entre realidades econômicas díspares, que, no entanto, se beneficiam com o uso do dólar americano. Seguindo esta linha, a Espanha pós-1978 tem um dos pactos federativos mais descentralizados do mundo, com diferentes regimes fiscais, jurídicos e tributários convivendo sob políticas fiscais gerais e, até 1985, quando o país ingressou no sistema cambial da comunidade europeia, seguia uma política monetária que procurava acomodar as necessidades econômicas comuns.

No que se refere a demandas regionais recentes, a Comunidade Autônoma que mais vem se manifestando nos últimos anos é a Catalunha. O ano de 2012 viu manifestações de massa a favor da formação de um novo Estado catalão dentro da União Europeia e, embora a Câmara Alta do Senado espanhol tenha vetado um referendo anteriormente aprovado na Câmara Baixa, a composição partidária dos grupos a favor e contra a independência catalã indica que as eleições de 2014 deverão ter um caráter de referendo *de facto*. Deve-se notar que, diferentemente do separatismo basco visto nas décadas de 1980 e 1990, o processo catalão de independência não é caracterizado por extremismos minoritários, mas por um lento processo histórico que se aproxima de uma massa crítica.

De maneira mais geral, deve-se notar que tais movimentos em direção à independência ou a uma maior coesão não seguem apenas uma lógica econômica, mas estão fortemente associados com questões históricas e culturais profundamente enraizadas. Neste sentido, um conflito entre os interesses econômicos de uma região e do país (por exemplo, entre beneficiários do turismo, como a Andaluzia, e exportadores industriais, como a Catalunha) pode ser um catalisador para outros movimentos de independência, mas não determina uma separação que culturalmente não faz sentido. Por outro lado, antagonismos culturais latentes podem vir à tona a partir de pressões econômicas, o que tem ocorrido precisamente entre Catalunha e Andaluzia pelo volume de auxílio-desemprego rural que esta segunda recebe.

O grau de autogoverno que as regiões já exercem é outro fator de estabilização. Neste sentido, a questão não é mais se as Comunidades procuram autonomia, mas se existe uma demanda por mais autonomia do que a Constituição de 1978 admite. Evidência da flexibilidade do processo de autogoverno e autonomia é a falta de conflitos com o governo espanhol de regiões que tiveram movimentos separatistas na primeira metade do século XX, como Galícia e Asturias.

Além da Catalunha, existem regiões com demandas históricas de autonomia que merecem atenção mais pontual nos próximos anos. O País Basco produziu movimentos separatistas nas décadas de 1980 e 1990 marcados por violência e radicalismo. Entretanto, não é claro que o separatismo basco seja popular o suficiente para enfrentar um processo formal e gradual, como tem acontecido na Catalunha. Mais ainda, a integração com a Espanha é economicamente vantajosa para a região, atualmente um centro industrial e financeiro de grande desenvolvimento humano que importa (através da rede nacional) grandes quantidades de energia elétrica.

Outra região com demandas históricas e persistentes de autonomia é a Andaluzia, que vem declarando desde o início do século XX ser uma “realidade nacional”, tendo revisado seu Estatuto de Autonomia pela última vez em 2006. Cultural e economicamente hegemônica no final do século XIX, a Andaluzia atualmente é uma das regiões mais pobres do país, sem potencial de ganhos visíveis com um processo de independência.

Embora o processo de autogoverno instituído na organização do Estado espanhol venha se mostrando suficiente para absorver as demandas desta e de outras Comunidades com raízes culturais e históricas fortes e relativamente paralelas às do Estado espanhol, é difícil garantir a continuidade do cenário atual de relativa estabilidade. Assim, os questionamentos das regiões devem ser acompanhados de maneira contínua, como parte de um processo no qual eventuais movimentos separatistas não são considerados uma anomalia, mas, sim, desenvolvimentos graduais em função de conjunturas políticas, econômicas e sociais.

2.2 A UNIÃO EUROPEIA E A ESPANHA

Apesar dos acelerados desenvolvimentos recentes da crise financeira do euro e de suas repercussões sobre as economias da “periferia da Zona do Euro”, conforme classificadas por órgãos internacionais em artigos como o de Haider (2011), os fundamentos econômicos por trás dos benefícios e vulnerabilidades da União Monetária são bem compreendidos (Alesina e Barro, 2003).

Quando se catalogam os custos e benefícios para que dois países entrem em uma união monetária com moeda e políticas monetárias comuns, define-se uma questão de contornos mais claros, ainda que difícil de responder categoricamente. Quais são as condições para que uma região geográfica seja uma **área monetária ótima**? Quando levada ao limite, esta questão pode versar sobre a coerência econômica das fronteiras de um país. Contudo, em certos casos, como o dos Estados Unidos, a estabilidade das relações culturais e sociais face a crises financeiras de grandes países heterogêneos indica que existe suficiente mercado interno, robustez a crises internacionais e coesão social para concluir que existe uma área monetária ótima em torno do dólar. Notoriamente, a crise das indústrias de transformação exportadoras da região dos Grandes Lagos americanos não levou à percepção de um conflito de interesse com o cinturão agrícola do centro-sul ou com a indústria de alta tecnologia da costa oeste.

O exemplo americano é frequentemente trazido como paradigma de área monetária ótima e base para a análise da questão do euro. No entanto, a questão sobre a otimalidade do euro como área monetária ainda não tem consenso, predominando nas instituições que coordenaram o progresso de integração na União Europeia, mas sem confirmações firmes na literatura acadêmica. O fluxo livre de capital e trabalho, a uniformização de padrões e a coordenação de interesses frente a um mundo marcado por grandes blocos econômicos revelam benefícios potenciais.

Por outro lado, as economias do euro têm dinâmicas históricas próprias, além de agudas diferenças sociais e culturais que impactam sua evolução econômica. Por exemplo, enquanto a Alemanha pós-Weimar é marcada por uma enraizada aversão à inflação, países em patamar inferior de desenvolvimento industrial e tecnológico estão mais dispostos a se expor à volatilidade macroeconômica para acelerar sua trajetória de desenvolvimento. Agrupar tendências tão diferentes sob uma política monetária única requer mecanismos particularmente fortes de coordenação, além de uma tolerância coletiva a políticas que divergem daquelas que praticariam separadamente.

Neste sentido, é sintomático que algumas economias avançadas da Europa, como no caso do Reino Unido, tenham optado por manter certos tipos de vínculos com a União Europeia, tais como uma união alfandegária, sem, no entanto, abdicar da sua moeda nacional.

³ Ortega y Gasset (1927) discute estes contrastes econômicos e culturais a partir de uma perspectiva histórica e antropológica, no contexto da reconfiguração do regime republicano pré-guerra civil, anterior a Franco.

2.3 ANÁLISE DA ESTABILIDADE DA UNIÃO MONETÁRIA

A Espanha é frequentemente agrupada com outros países mediterrâneos como Grécia e Itália, que enfrentam crises com alguma similaridade. Contudo, as realidades econômicas de cada país têm consequências distintas sobre sua importância no contexto da União Europeia, seu potencial de desestabilizar a região e os impactos negativos de uma saída da Zona do Euro.

Segundo as bases comparativas do Eurostat, a Espanha apresentava, em 2011, (em paridade de poder de compra) uma renda per capita comparável com a Itália e significativamente mais alta que a Grécia, ao mesmo tempo em que tinha um déficit público (como proporção do PIB) em um patamar mais baixo em relação a estes países. Mais ainda, a Espanha era acompanhada apenas por Bélgica, Áustria e Finlândia entre os países que nunca infringiram as metas⁴ do Pacto de Estabilidade e Crescimento, enquanto que a Itália permaneceu três anos fora das metas de convergência e a Alemanha chegou a quatro anos e meio (Ferry, 2012). Por outro lado, a Itália tem uma economia menos vulnerável a termos de troca que prejudiquem significativamente o seu balanço de pagamentos, o que torna o país menos sensível aos problemas esperados na Espanha com a estabilização do euro.

Se a Espanha mantiver os seus padrões históricos de forte interdependência da renda e emprego às condições de importar e exportar⁵, uma segunda crise causada pela estabilização e valorização do euro pode vir a gerar um conflito de interesses na política monetária entre as economias centrais que se beneficiam da maior estabilidade e das economias que dependem de melhores condições para exportar.

O cenário alternativo envolve uma evolução em direção à redução das vulnerabilidades externas através de ganhos de produtividade que permitam exportar a termos de troca, o que, no presente, têm se mostrado inviáveis. Exemplos de medidas que poderiam acelerar este processo incluem reformas tributárias e incentivos direcionados compatíveis com uma redução acelerada do déficit público e dos custos de capital no país. O principal fator complicador neste cenário alternativo é a continuidade da recessão e do alto desemprego, o que torna medidas de austeridade politicamente pouco atrativas pelo seu custo social.

2.4 IMPACTOS DA ADAPTAÇÃO DA ECONOMIA ESPANHOLA EM PREPARAÇÃO PARA O EURO

Nominalmente, a adaptação das economias europeias para a adoção do euro teve como principais elementos normativos o Sistema Monetário Europeu (SME), regulando as taxas de câmbio, e o Pacto de Estabilidade e Crescimento, referente à disciplina fiscal na área monetária do euro. Contudo, a maioria das economias do euro não obteve, até a véspera da adoção da moeda comum, a convergência prevista para os padrões acordados de endividamento e déficits, incluindo países centrais como França e Alemanha⁶. A divergência, que persiste até hoje entre dados estatísticos e metas ostensivas, indica que a questão da adaptação das economias para o euro deve ser entendida menos em termos dos seus esforços de convergência e mais da compatibilidade de suas estruturas econômicas (fiscais, setoriais, regionais e de contas externas) com o ambiente monetário compartilhado que viriam a enfrentar.

Resumidamente, a Espanha apresenta dois problemas crônicos que reaparecem em diferentes contextos, quais sejam, os altos níveis de desemprego e déficits externos persistentes, que estão presentes desde a primeira metade do século XX. A Guerra Civil de 1936-1939 deixou como legado perdas demográficas e exílio de capital humano, bem como uma falta de divisas e reservas de ouro, o que mergulhou o país em um longo período de autarquia e planejamento estatal estrito. Excluído do Plano Marshall de reconstrução da Europa afetada pela Segunda Guerra Mundial, o país experimentou períodos intermitentes de crescimento sob uma economia planejada pelo regime franquista e apoio financeiro no auge da Guerra Fria, em meados dos anos 1950.

O arranjo econômico da Espanha que vai enfrentar a adoção do euro começa a tomar forma com os chamados Pactos de La Moncloa de 1977, um conjunto amplo de reformas econômicas que rompem radicalmente com o passado de controles estatais do regime franquista e acompanham a redemocratização do país. La Moncloa é marcado por uma combinação de medidas liberalizantes e protecionistas. Entre as primeiras, destacam-se a devolução ao mercado da função de determinar o planejamento da produção. Os acordos previam ainda o controle da hiperinflação a partir de um pacto entre empresas e trabalhadores de caráter *forward-looking* (“sobre la inflación prevista, no la inflación histórica”), que permitiria chegar à estabilização da moeda, minimizando a repressão da demanda e evitando o efeito de gatilho salarial comum a “pactos sociais”.

Por outro lado, La Moncloa previa um ajuste das contas externas através de uma combinação de controles de capitais e desvalorizações administradas da moeda, o que Quintana (2005) denominou “**tipo de cambio realista**”, na sua análise retrospectiva do processo. Embora esforços significativos tenham sido feitos desde então em estímulos a PDI (Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação), a compreensão da competitividade espanhola se consolidou em La Moncloa muito mais como uma questão de contas externas (ou seja, demanda por exportações) do que de aspectos produtivos fundamentais, ligados à produtividade e a uma redução da vulnerabilidade externa.

A reação ao Pacto de La Moncloa permeou o primeiro contato da Espanha com a Comunidade Econômica Europeia. Embora a adesão do país ao bloco tenha sido vetada pela França em 1978, já em meados de 1985, após extensas negociações, ocorreu a assinatura do Tratado de Adesão. Como parte das condições para a adesão, a peseta espanhola ingressou em 1989 no Sistema Monetário Europeu, substituindo o regime de “**tipo de cambio realista**”, administrado pelo Banco Central Espanhol e acordado em La Moncloa.

As condições de fluxo de capitais propiciadas pelo ingresso no SME trouxeram, ainda segundo Quintana (op. cit.), incentivos perversos em relação às metas de ajuste fiscal previstas pelos pactos de La Moncloa, além de uma supervalorização da moeda em relação às taxas de juros, com uma consequente perda de competitividade da indústria nacional. O breve crescimento econômico que marcou o período 1989-1992 foi logo interrompido com as medidas de contração monetária na Alemanha em função de sua reunificação, reduzindo a atratividade relativa da economia espanhola e causando uma aguda recessão, com taxas de desemprego alcançando o patamar dos 25,0%.

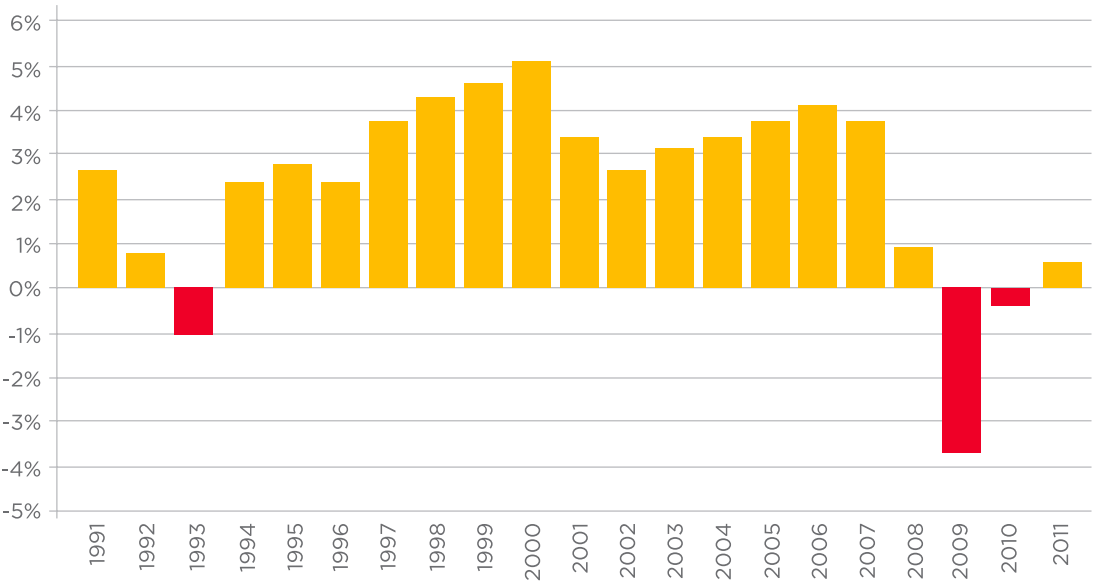
O Quadro 3 mostra a evolução da taxa de crescimento do PIB na década de 1990, marcando a recessão pontual de 1993.

⁴Inicialmente chamado apenas de “Pacto de Estabilidade”, o Pacto de Estabilidade e Crescimento consiste de um sistema de monitoramento mútuo para garantir a convergência das economias para um padrão compatível com uma união monetária. Estes padrões foram definidos no tratado de Maastricht de 1992, e consistem de metas para inflação, finanças governamentais, câmbio e juros.

⁵Termos de trocas favoráveis.

⁶De fato, as projeções da União Europeia no relatório European Economic Forecast, do outono de 2012, indicam que a Alemanha continuará fora das metas de convergência em 2013.

QUADRO 3
Taxa de Crescimento do PIB (%), Espanha



Fonte: OCDE.

Quintana (op. cit), ministro da economia durante a elaboração dos Pactos de La Moncloa, encontrou uma relação causal direta⁷ entre um ingresso prematuro no SME e o novo tipo de vulnerabilidade externa da economia:

[E]l ingreso de la peseta en el SME, en las condiciones que se hizo, permitía financiar el déficit público sin la impopularidad de realizar el ajuste fiscal; mantener la continuidad de nuestras importaciones con un déficit comercial clamoroso de la balanza comercial financiado por la deuda exterior [...]; mantener un crecimiento de los salarios reales por encima de la productividad [...] por unas importaciones abaratadas por la supervaloración del tipo de cambio [...].

Em outras palavras, a adesão ao SME teria permitido à Espanha sustentar por alguns anos taxas de crescimento desacopladas dos seus fundamentos macroeconômicos, através do adiamento da resolução de problemas de caráter mais estrutural, como o déficit público, a falta de competitividade e a vulnerabilidade externa. O período 1989-1993 antecipou características que seriam vistas mais tarde, durante os primeiros anos do euro, como o aumento do poder de compra em moeda estrangeira, sem incentivo ao aumento da produtividade interna, e o financiamento continuado de déficits comerciais significativos, o que mascara temporariamente os problemas estruturais de competitividade da economia.

Traduzindo as observações de Quintana (op. cit.) para uma linguagem mais analítica, pode-se dizer que o ingresso ao SME perturbou a ligação entre as condições reais de oferta de longo prazo e as condições

⁷ Este tipo de postulado causal direto deve ser sempre entendido no contexto de uma visão mais ampla sobre o problema em questão. Evidentemente, as análises de Quintana (op. cit.), da mesma maneira que muitos trabalhos retrospectivos brasileiros, procuram contextualizar o tipo de desafios e restrições de formulação de políticas que se enfrentavam à época, o que pode levar a uma compreensão excessivamente radical de que os problemas estruturais do passado ainda têm a mesma forma. Por outro lado, a mesma restrição se aplica a grande parte da literatura recente, que diagnostica um problema único de “periferia europeia”, tendo em vista os parâmetros de convergência estrutural que são compatíveis com o euro, e pressupõem ganhos de produtividade e de integração ao mercado comum. Como ambas as visões estão presentes em um debate que influencia os formuladores de política, cabe sempre um esforço de leitura crítica, procurando as complementaridades no escopo e os contornos do problema maior e mais complexo, que incorpora ambas preocupações.

nominais de demanda no curto prazo, ofuscando⁸ a necessidade de ajustes estruturais no que se refere ao endividamento do Estado (que desloca capital da economia produtiva e concentra risco de crédito) e à necessidade do setor privado de inovar, no sentido de melhorar suas vantagens comparativas em uma variedade maior de regimes de câmbio, reduzindo a vulnerabilidade externa.

A crise de 1993 apresentou um padrão ou modo de falha presente em algumas economias europeias, que têm simultaneamente um padrão de desenvolvimento díspar ao das economias centrais, porém possuem acesso intermitente a um *pool* de recursos que levanta restrições, seja na forma de divisas, fluxos de investimento ou de resgate. Nestes moldes, pode-se entender, por exemplo, que a adesão ao euro gera uma rápida expansão, principalmente através do déficit público, seguida de um drástico desalavancamento iniciado nas economias que não tiveram ganhos de produtividade proporcionais aos benefícios aparentes do euro.

A recuperação rápida a partir de 1994 refletiu em grande parte as medidas acomodativas tomadas pelo sistema de convergência de taxas de câmbio do SME, que agiram no sentido de restaurar condições de câmbio compatíveis com o crescimento via exportações na Espanha. Uma das interpretações simplificadoras da lenta recuperação na crise atual, e, no entanto, com significativo poder explicativo, é a falta de medidas similares por parte da formulação de políticas no nível europeu para acomodar as dificuldades experimentadas por alguns participantes na união monetária.

Seguindo a linha de pensamento de Quintana (op. cit.), o déficit público neste caso seria uma questão secundária na Espanha, agravando as crises espanholas anteriores à união monetária sem explicar por si só as rápidas e fortes reações às alterações na conjuntura cambial. O efeito do déficit público é mais claro em precedentes históricos, já que situações que provocam uma alta de juros, como hiperinflações ou crises de confiança na dívida, sobrevalorizam a moeda, reduzindo a demanda externa, e reprimem também a demanda interna.

Embora ajustes nas taxas de câmbio acordadas no SME tenham trazido uma Espanha em melhores condições de competitividade para uma integração com resultados positivos à área monetária comum do euro, as dificuldades vividas durante o período de adaptação da economia espanhola ao euro refletem questões estruturais que já haviam sido fonte de crises econômicas sérias no passado, e que persistem em aspectos relevantes até o tempo presente.

Como postulado na introdução desta seção, evidencia-se que o custo real da introdução do euro não deriva das medidas que foram necessárias para tal introdução, mas das reformas estruturais que deixaram de ser feitas, uma vez que o SME agiu de forma acomodativa em relação à peseta após a recessão de 1993, e mesmo os países centrais deixaram de cumprir suas metas de convergência. No caso espanhol, soma-se a isto o tempo relativamente curto que o setor privado teve para se ajustar ao fim do planejamento econômico estrito, passando rapidamente por três regimes cambiais (La Moncloa, SME e Zona do Euro), ao mesmo tempo em que se adequava às exigências de uma economia globalizada. Neste contexto, o euro foi adotado pela Espanha em um momento em que a sua economia se beneficiaria de um câmbio flexível e de reduções nos déficits públicos, que perdem a urgência política com a facilidade de financiamento permitida pela participação plena na UE.

⁸ Tem papel importante aqui uma série de considerações da teoria da escolha pública. Brevemente, existe um descasamento entre a relação custo-benefício efetiva das políticas macroeconômicas e a relação entre custos e benefícios percebidos pelo formulador de políticas. Em particular, existem vieses temporais e geracionais, que valorizam o bem-estar no presente à custa do futuro, particularmente quando interferem ciclos eleitorais ou conflitos intergeracionais que são ponderados diferencialmente na base eleitoral.

2.5
ANÁLISE RETROSPECTIVA DOS IMPACTOS DA IMPLANTAÇÃO DO EURO

De maneira direta, a adoção do euro implica em impactos análogos, embora mais extensos, aos do ingresso da peseta espanhola no sistema de câmbio comum do SME no final dos anos 1980. Se antes a economia espanhola encontrava-se exposta a desequilíbrios entre o câmbio acordado e os aspectos fundamentais do seu balanço de pagamentos, com a adoção do euro, passou a existir uma exposição a um câmbio ditado pelos aspectos fundamentais de uma zona internacional, que pode estar, em maior ou menor grau, próximo daquele que equilibraria o balanço de pagamentos espanhol.

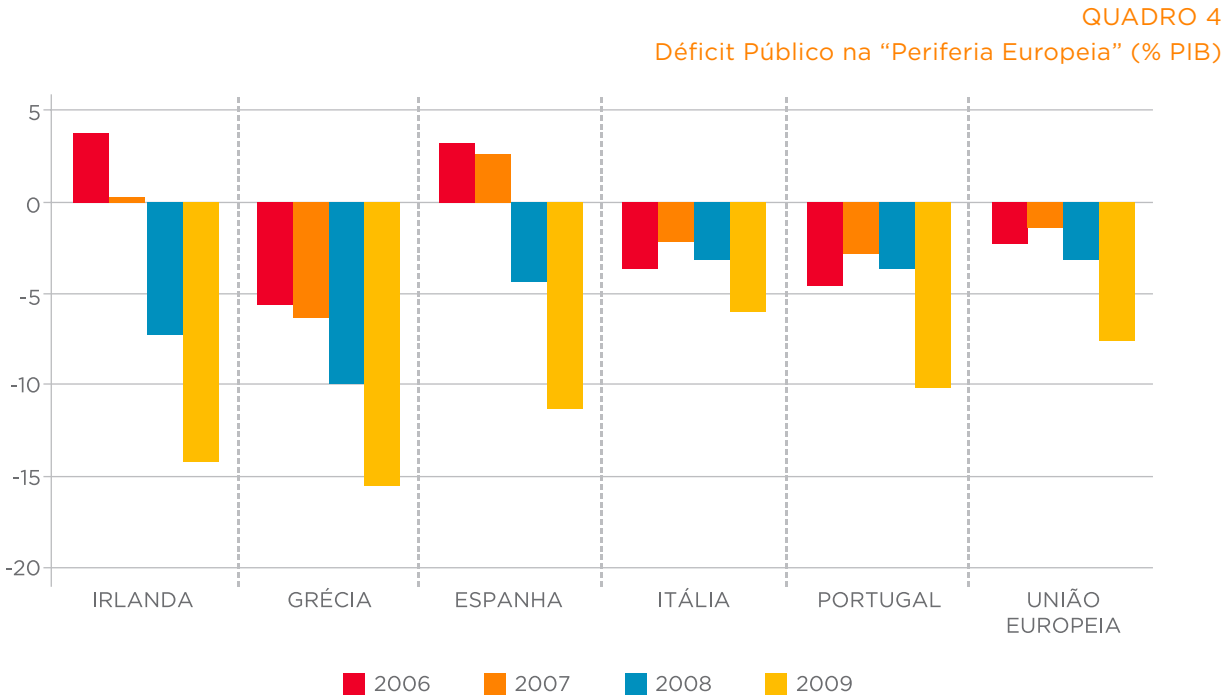
Contudo, mesmo sem uma crise especificamente espanhola, o país tornou-se vulnerável a desequilíbrios monetários de dois tipos. O primeiro se refere a desvios do câmbio que equilibraria o balanço de pagamentos na Espanha. Um euro sobrevalorizado em relação a este “câmbio de equilíbrio” aumenta o poder aquisitivo na Espanha, devido ao barateamento das importações, mas deteriora as condições sob as quais se consegue exportar, podendo, com isto, gerar períodos com altas taxas de desemprego, fenômeno recorrente na Espanha.

O segundo tipo de desequilíbrio se refere a flutuações de curto prazo no valor do euro. Por exemplo, uma crise de credibilidade do dólar que supervalorize o euro teria impactos consideravelmente mais dramáticos sobre a Espanha do que sobre países vizinhos, cujas exportações fossem viáveis a uma variedade maior de conjunturas cambiais. Esta distinção gera diferenças de interesse em relação à política monetária da Zona do Euro, diferenças estas que são mediadas por complexos mecanismos interestatais de governança (BCE, Conselho Europeu).



De fato, um dos aspectos mais problemáticos da atual conjuntura espanhola é o fato de que a recuperação do euro da atual crise pode valorizar a moeda comum de maneira a deteriorar ainda mais as condições de competitividade e as contas de comércio exterior do país. Embora a estabilização da Zona do Euro possa trazer uma melhoria nas condições de crédito e na saúde do sistema financeiro (efeito externo), um aprofundamento da crise através da capacidade de exportar do país (fator interno) continuaria a ter impacto sobre os riscos microprudenciários e sobre os déficits do governo.

Na atual crise da Zona do Euro, a Espanha se destaca do restante da periferia europeia por ter mantido superávits fiscais durante o período pré-crise. Contudo, existe um canal de transmissão dos balanços de pagamentos do país sobre o sistema financeiro espanhol, através dos impactos sobre os setores produtivos exportadores e sobre o endividamento das famílias. Entre outros fatores, isto gerou riscos macroprudenciários cuja precificação, realizada por um mercado financeiro global avesso ao risco, afetou também os custos de rolagem da dívida pública e, em consequência, deteriorou a saúde fiscal do governo espanhol. Isto está evidenciado pela mudança de superávit de 1,9% em 2007 a um déficit de 4,5% em 2008. A singularidade desta situação está evidenciada no Quadro 4.



Fonte: Eurostat.

A economia real também foi afetada pela falta de instrumentos de administração da demanda agregada para enfrentar a recessão. Além de não contar com uma política monetária própria, o alcance da política fiscal apresentava significativas limitações em um contexto no qual a elevação dos déficits públicos se traduz em um encarecimento da rolagem da dívida e, por consequência, do custo do crédito no país. Por sua vez, fatores como o crédito menos acessível, a contração da economia produtiva e o elevado nível de desemprego agravaram os riscos microprudenciários associados às operações de crédito realizadas durante o período de estabilidade do euro.

A contração econômica traz também pressões políticas que dificultam a adoção de reformas estruturais fundamentalmente impopulares. A adoção de tais reformas é agravada pela existência de duas

visões contrastantes sobre a função e a forma que a política na Espanha deve seguir. De um lado, o desenvolvimento espanhol, a partir da década de 1970, pode ser visto como um produto direto da liberalização da economia, com a abertura de mercados consumidores no exterior, ganhos de escala e especialização em vantagens comparativas, bem como com a modernização do sistema financeiro para acompanhar todo este processo. A relação causal aqui fica bem estabelecida pelo contraste com as ineficiências estruturais geradas pelas políticas de autarquia do regime franquista.

De outro lado, as altas taxas de desemprego, e suas consequências sociais adversas, têm ligação direta com períodos de deterioração nos termos de troca, principal fator determinante da competitividade das exportações espanholas. Já no momento da configuração do Estado espanhol, que culminou com a Constituição de 1978 e com os duramente negociados Pactos de La Moncloa de 1977, estava claro o entendimento de que as exportações eram cruciais para o desenvolvimento da economia espanhola. Embora isto possa ser visto em retrospecto e de fora da formulação de políticas na Espanha como um recrudescimento mercantilista, existe uma diversidade de evidências, algumas das quais se encontram ilustradas mais adiante, de que variáveis de interesse direto para o bem-estar econômico e para a estabilidade dos regimes políticos, como as taxas de desemprego, têm ligação estreita com o balanço comercial, reforçando a “narrativa de La Moncloa”, desenvolvida de maneira aprofundada por Quintana (op. cit.).

Mesmo hoje, é possível argumentar de maneira contundente a favor da “narrativa de abertura” ou da “narrativa de La Moncloa”. Não são, no entanto, linhas de interpretação incompatíveis, a não ser no sentido de que priorizam determinados fatores como sendo aqueles que continuam a ter importância no *policy making*, no futuro próximo. Contudo, uma das principais formas de tensão política que pode emergir de uma continuidade prolongada de políticas impopulares de austeridade é a polarização deste debate. A dissolução de um consenso geral sobre os objetivos intermediários da política econômica geraria incertezas fundamentais sobre as medidas adotadas pelos governos no futuro próximo.

Além dos fatores políticos que comumente provêm de períodos prolongados de políticas de austeridade, tem peso na Espanha também a questão regional. Neste sentido, uma medida importante que o governo espanhol vem tomando com relação à crise é o resgate de governos das Comunidades Autônomas que tinham políticas fiscais e chegaram a crises de endividamento.

Até o final de 2012, quatro governos autônomos tinham pedido acesso ao fundo de resgate.

Apesar de este processo ter um efeito de estabilizar a relação entre as Comunidades e o governo espanhol, ainda não ficou claro se o compartilhamento dos custos da crise terá como resultado uma maior coesão entre os interesses econômicos das Comunidades ou se Comunidades relativamente mais saudáveis não terão um impulso maior em relação à autonomia, após a experiência com o euro e as crises regionais. Este é um mecanismo através do qual a implantação do euro pode vir a ter impactos significativos sobre a estabilidade do próprio Estado espanhol.



3. DIAGNÓSTICO MACROECONÔMICO DA ESPANHA

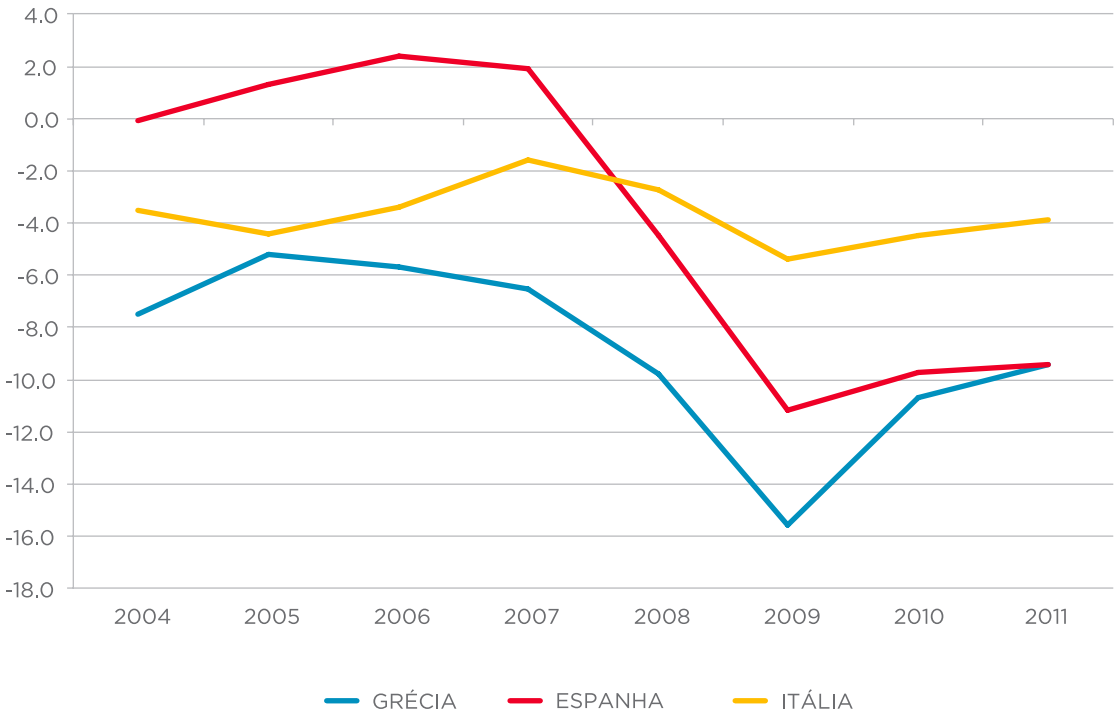
3.1 ASPECTOS GERAIS

As crises enfrentadas por vários países membros da União Europeia são frequentemente descritas por meio de variações sobre uma narrativa comum, segundo a qual países periféricos da Zona do Euro desfrutaram de condições extraordinárias de crédito incompatíveis com sua política fiscal expansiva.

Haider (2011) traça o perfil causal desta narrativa comum, referenciando os prêmios de risco das dívidas soberanas de Portugal, Itália, Irlanda, Grécia e Espanha durante a era pré-euro, usando-as como evidência de um comportamento marcado por uma administração da dívida pública, a partir da expansão monetária e da desvalorização da moeda. A introdução do euro trouxe uma melhora nas expectativas dos mercados de capital e nas condições de crédito, que foi seguida por uma contração súbita em 2008, na medida em que a aversão ao risco dos mercados mudou de patamar. Haider (op. cit.) conclui, a partir da relação entre os prêmios de risco soberano e os fundamentos fiscais dos países europeus antes e depois da deflagração da crise, que o aumento na precificação dos riscos da dívida pública se deve fundamentalmente ao risco de *default*.

Embora esta narrativa de “crise periférica unificada” apresente relações causais reais que são parte integral do problema, a explicação única deixa de considerar tanto os fatores que deflagraram a necessidade de realinhamento quanto as especificidades da resolução de cada caso, não refletindo a totalidade da conjuntura observada. Ainda que as interligações destes países com a economia europeia possam ser consideradas similares, a evolução institucional e econômica de cada país apresenta peculiaridades que condicionam cada etapa do processo comum enfrentado pelos países periféricos da Zona do Euro e trazem questões que atenuam ou complicam a administração da crise. O Quadro 5, que apresenta a trajetória do déficit público como porcentagem do PIB em três países selecionados, ilustra a heterogeneidade do problema fiscal europeu.

QUADRO 5
Déficit/Superávit como Proporção do PIB (%)



Fonte: Eurostat.

As séries de tempo evidenciam duas distinções importantes. A primeira é a sensibilidade do déficit à crise financeira, que é aguda na Grécia e mais ainda na Espanha, porém difícil de identificar na Itália, dentro das flutuações observadas em períodos anteriores. A segunda se refere à presença de déficits relevantes anteriores à crise. Na Espanha, os piores déficits observados no período pós-euro, até 2007, foram de 0,3% em 2003, seguindo-se uma trajetória significativa de superávit.

Já a Itália, que vinha tendo déficits crônicos entre 2,0% e 4,0%, manteve valores próximos a estes patamares. Por um lado, estas distinções determinam perfis diferentes de risco e exposição a uma crise de *capital flight*. Por outro, evidenciam trajetórias macroeconômicas específicas que não podem ser entendidas de maneira genérica.

Especificidades da trajetória recente na Espanha incluem, por exemplo, um processo de bolha imobiliária (Pagés e Maza, 2003) e uma expansão da participação do setor da construção civil na economia, já iniciada na segunda metade da década de 1990, antes, portanto, da adoção do euro.

Uma característica mais crônica, que se repete em diferentes momentos da história recente, que destaca a economia espanhola no contexto da “periferia europeia”, é a intensidade do acoplamento entre déficits de contas públicas e externas e a ocupação dos fatores de produção, em particular o emprego. Devido à adoção de uma moeda forte, isto traz problemas de competitividade que não só estão fora do alcance das políticas de curto prazo do governo, como também potencializam o risco de problemas de liquidez, isto é, falta de divisas.

Existem ainda questões internas referentes a demandas regionais de autonomia. De fato, o poder do governo central em Madrid é significativamente compartilhado com os autogovernos das Comunidades Autônomas, que, em diversos casos, mantêm déficits públicos ou possuem sistemas judiciais próprios em concordância com as suas tradições.

Isto faz com que o diagnóstico da crise recente apresente divergências em relação à aludida narrativa de uma crise derivada de desalinhamentos entre as nações da União Europeia. Se, de um lado, as Comunidades Autônomas já constituíam uma área monetária comum (sob a peseta espanhola), com autorização de operar suas contas públicas em déficit, de outro, existia um relativo alinhamento de interesses quanto à questão crucial da política cambial, agora fora do controle do governo central.

A estabilização do euro e das condições “normais” de crédito na Espanha pode vir a deteriorar as relações entre as Comunidades Autônomas e o governo central. Se, por um lado, os mecanismos de autonomia acordados em 1978 geram grande elasticidade para acomodar demandas regionais, reduzindo a probabilidade de separatismos, por outro, uma revalorização do euro causa impactos diferenciados de acordo com o interesse na melhoria das condições de crédito ou competitividade externa, gerando diferenças importantes entre as regiões, segundo a estrutura de suas economias.

Por outro lado, a modernização da economia tem historicamente um efeito unificador na Espanha. Uma recuperação das taxas de crescimento pode ser administrada de maneira a aprofundar as interligações de regiões menos desenvolvidas com a economia espanhola, levando a um maior alinhamento de interesses entre as regiões industriais que mais apresentaram pleitos de autonomia e independência nas últimas décadas e as regiões do sul, historicamente influentes, mas pouco atingidas pela industrialização.

3.2 COMPONENTES DA CRISE

I. AS CRISES EUROPEIA E ESPANHOLA

Para a análise da crise contemporânea da Espanha, é importante primeiramente distinguir duas categorias de fatores causais. A primeira se refere a questões e **fragilidades crônicas da economia espanhola**, que podem se agravar ou se atenuar com a entrada na Zona do Euro e com a crise financeira global, mas constituem especificidades relevantes da economia espanhola, que modulam os impactos de curto e médio prazo dos diversos aspectos da crise. A segunda se refere aos fatores causadores diretos da **crise europeia** e as suas consequências diretas e evidentes sobre a economia espanhola nos últimos anos.

A característica marcante das recentes crises econômicas no mundo é seu caráter sistêmico, com múltiplas causas que determinam múltiplas consequências. Em uma análise da crise sistêmica da Zona do Euro, na qual se incorporam as características recorrentes das economias locais, encontram-se fenômenos observáveis que podem ter sido causados por mais de um fator. É difícil afirmar categoricamente, por exemplo, que a inflação ou a crise de financiamento da dívida pública tenham as mesmas causas e o mesmo prognóstico na Grécia e na Espanha.

Em linhas gerais, a Espanha desfrutou de condições particularmente favoráveis sob o euro em uma série de aspectos, quais sejam, condições de crédito favoráveis, facilidade de rolar a dívida pública, um processo de especialização nas suas vantagens comparativas em relação a mercados aquecidos dentro da sua área monetária e um “contágio” das expectativas sobre a Zona do Euro, que pareciam, em conjunto, representar um salto de patamar no processo de desenvolvimento do país.

As origens da crise podem ser traçadas a partir de uma desalavancagem macroprudenciária global, que trouxe uma deterioração das expectativas sobre diversos ativos de risco. Esta desalavancagem parece ter seguido dois caminhos (Haider, 2011; Sgherri e Zoli, 2009). De um lado, os déficits públicos têm certo grau de endogeneidade com relação ao crescimento econômico, deteriorando automaticamente a situação corrente das contas públicas durante uma recessão, mesmo na ausência de políticas expansionistas ativas⁹. A isto se complementa a entrada pré-determinada e/ou discricionária de políticas fiscais expansionistas. Sgherri e Zoli (op. cit.) compilam dados que indicam que a Espanha, em particular, fez uso de tais instrumentos ativos em maior escala do que economias centrais, como França e Alemanha. Em conjunto, estes dois processos levaram a Espanha de um significativo superávit fiscal a um déficit relevante no intervalo de um ano, indicando um fator adicional de vulnerabilidade latente do modelo espanhol de desenvolvimento a grandes choques transitórios.

De outro lado, existe uma crise de contágio de características mais tradicionais, à medida que os riscos de *default* percebidos na periferia da Zona do Euro refletem os seus desalinhamentos fundamentais e seus modos de reação à crise. Este entendimento deve ser filtrado, contudo, pela diferença de reação a duas trajetórias estilizadas de déficit público, a da Espanha (superávits expressivos em uma conjuntura macroeconômica favorável) e a da Itália (déficits crônicos que não parecem ter se agravado com a crise recente).

A reação dos mercados financeiros à “crise de contágio”, a partir da contração de crédito do final de 2008, pode ser vista nos dados¹⁰ de prêmios sobre a dívida pública e sobre o crédito privado¹¹ compilados por Sgherri e Zoli (op. cit.) para o biênio 2008-2009, período que pode ser entendido como “fase global da crise”. Neste período, a Itália é significativamente mais atingida pela crise, o que pode ser reflexo da contínua deterioração da sua dívida pública. Mais ainda, o crédito privado mostra uma tendência a se realinhar com níveis de prêmio de risco vistos na Espanha já no final de 2009, reforçando a ideia de que existe um problema especificamente fiscal afetando a percepção de risco sobre este país.

A “fase europeia” da crise teve início já neste período com saltos nos *spreads* soberanos na Grécia (outubro de 2008) e Irlanda (janeiro de 2009), que classificavam estes países com aproximadamente o dobro do risco da tendência geral da periferia europeia. Os déficits públicos endógenos e espanhóis trouxeram este processo para o país com uma revisão acelerada dos prêmios de risco a partir de maio de 2010.

Em função do crescente caráter sistêmico dos fenômenos de “crise de contágio”, análises voltadas para a identificação de seus mecanismos e características vêm evoluindo, tanto no sentido de avançar na quantificação de suas características mais importantes como de elucidar os diferentes papéis que os agentes econômicos desempenham na sua origem e propagação.

Em uma referência recente a este assunto, Jobst e Gray (2013) identificam duas abordagens básicas para a análise e mensuração de fenômenos de risco sistêmico. A primeira é denominada “abordagem de contribuição” ou “agitação de risco”. Este tipo de análise foca na resistência ou suscetibilidade do sistema como um todo a choques advindos de participantes individuais. O segundo modo de análise é chamado pelos autores de “abordagem de participação” ou “amplificação de risco”. O foco neste caso é a resistência ou suscetibilidade dos participantes individuais do sistema em relação a um choque sistêmico derivado do risco comum. O objetivo da administração do sistema neste caso seria equilibrar a preservação de seus mecanismos de compartilhamento de riscos e custos com a maximização dos “sobreviventes” da crise.

Estes dois modos de análise mapeiam as diversas atitudes vistas no debate sobre a resolução da crise europeia em relação a questões pragmáticas sobre o tipo de interconexão entre os participantes, que define o “contágio” e as prioridades dos formuladores finais de política (o Banco Central Europeu, o Conselho Europeu e, em menor medida, o Parlamento Europeu). Por um lado, existem correlações na exposição de crédito soberano entre todos os países que adotam o euro pela simples razão de que, mantendo outras condições constantes, quaisquer títulos de dívida são perfeitamente substituíveis. O fato de que existem percepções diferentes sobre os riscos soberanos efetivos é refletido na existência de *spreads*, que fornecem uma quantificação preliminar do risco específico dos países. A estrutura deste risco específico e o seu efeito sistêmico são centrais na análise de “agitação de risco”.

É significativa neste sentido a conclusão do estudo de Vasicek e Claeys (2012), que parte de um modelo de decomposição da variância (FEVD), projetada por um VAR de dados diários de títulos de dívida, chegando à conclusão que uma crise de origem unicamente espanhola teria consequências sobre o restante da Zona do Euro, confirmando a relevância da ótica de “agitação de risco”. A compreensão desta dimensão do problema sistêmico se reflete na ênfase dos *policy makers* europeus na contenção do *moral hazard*, levando a políticas emergenciais que são condicionadas por orientações específicas para austeridade e reformas, bem como a uma custosa prioridade dada à estabilidade do euro.

Já seguindo a análise de “amplificação de risco”, que foca no processo de transmissão do sistema para cada participante, as correlações percebidas entre as economias da periferia europeia seriam menos

⁹ De fato, a teoria macroeconômica tradicional entende este processo como um “estabilizador automático”, já que os déficits incorridos por causa da recessão agiriam no sentido de inflacionar a economia. Contudo, a endogeneidade da política fiscal não funciona da mesma maneira dentro da Zona do Euro, questão detalhada no seu impacto sobre o risco soberano por estudos como o de Sgherri e Zoli (op. cit.).

¹⁰ Respectivamente, *spreads* dos títulos espanhóis sobre os títulos da dívida alemã, tomada como “medida livre de risco” para fins operacionais, e os *spreads* sobre swaps de default de crédito privado (CDS, que equivalem aproximadamente a um empréstimo privado arbitrário porque são utilizados na securitização e transformação de maturidade das carteiras de ativos dos bancos). Estes dados são compilados pelo trabalho citado (IMF Working Paper 09/222), a partir de múltiplas fontes do mercado financeiro europeu.

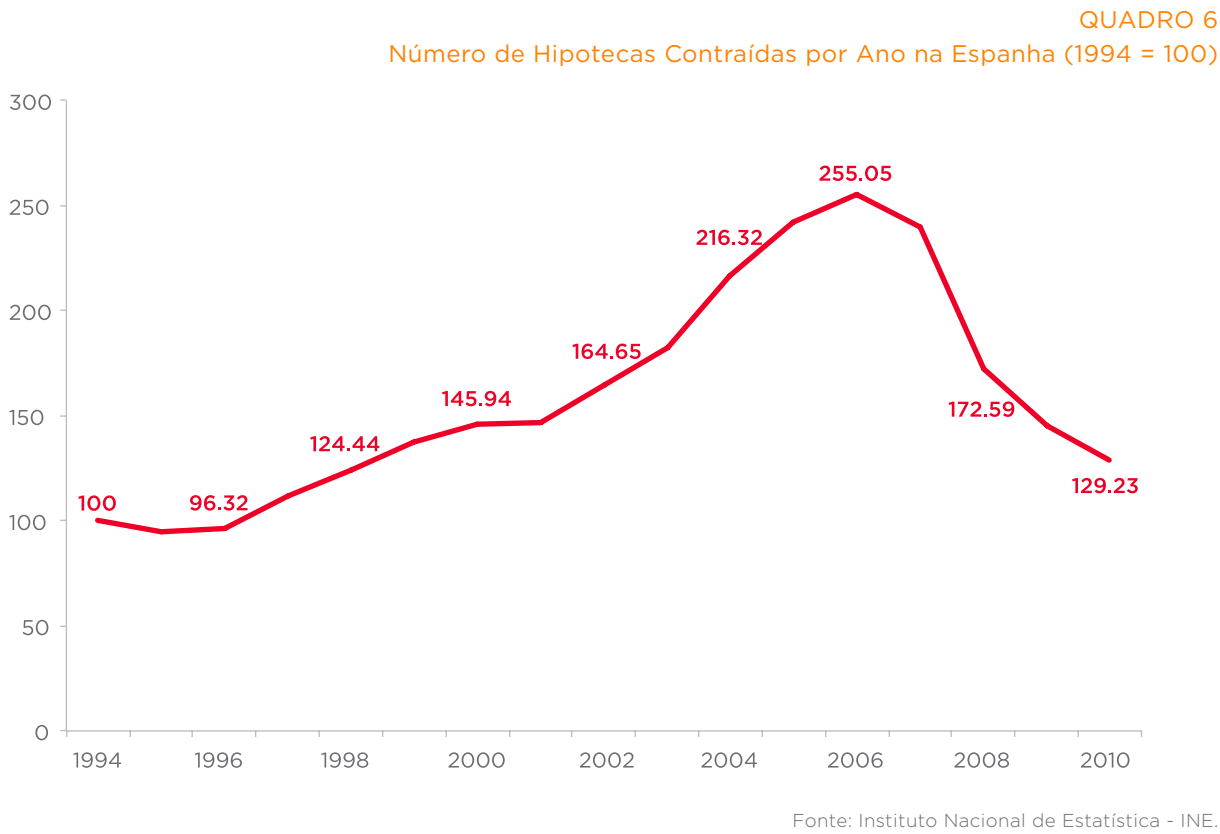
¹¹ Evidentemente, a interpretação dos dados de risco de *default* privado no contexto de definir as molduras de uma crise de contágio é mais limitada, porém útil por permitir algum tipo de contraste entre a evolução do apetite global por risco e a percepção específica do problema espanhol.

importantes do que os efeitos indiretos derivados dos impactos das “crises iniciais” (Grécia, Irlanda) sobre o euro e a economia da Zona do Euro. A extensão e o *timing* destes efeitos reforçam a ideia de um processo indireto mediado pela recessão em 2009 e pela deterioração das condições macroeconômicas internas à Espanha, que precedem sua integração a uma “área comum em crise”, na qual as correlações de fluxos de capitais podem ganhar mais importância¹².

Neste sentido, não se pode reduzir a elevação dos prêmios de risco no seguimento da crise de 2008/2009 a um movimento de aversão ao risco exógeno à Espanha. Embora este seja um fator explicativo importante e possivelmente necessário para desencadear um processo de crise, existem fatores especificamente espanhóis que não desaparecem automaticamente com a resolução da crise, e que não são redutíveis a uma questão de “disciplina fiscal” e *moral hazard*. É importante, portanto, examinar alguns processos macroeconômicos relevantes durante a década de 2000 e a sua relação com as mudanças estruturais mais lentas pelas quais a economia espanhola vem passando nas últimas décadas, discutidas em termos qualitativos na seção anterior.

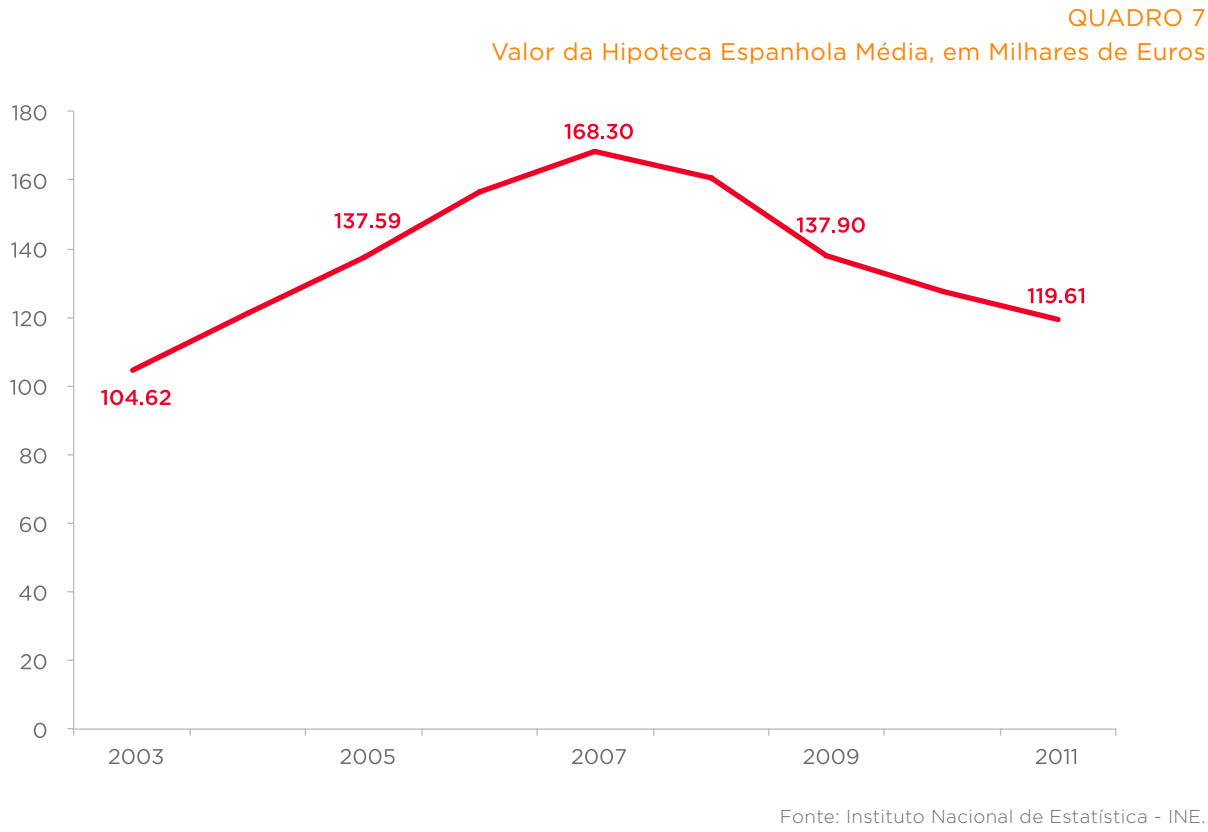
II. A BOLHA IMOBILIÁRIA E O ENDIVIDAMENTO DAS FAMÍLIAS

O processo de aceleração da demanda por imóveis na Espanha precede a adoção do euro. De fato, como mostra o Quadro 6, a entrada na união monetária não parece ter induzido a uma mudança de regime no processo de aquisições novas de patrimônio imobiliário. Mais ainda, o auge da contratação de novas hipotecas, em 2006, corresponde ao período de maior crescimento do PIB espanhol. Vê-se que a demanda por hipotecas novas segue uma trajetória de queda, que antecede a crise global de liquidez no último trimestre de 2008, e não parece ser afetada pela recessão que se seguiu, mantendo sua trajetória anterior.



Neste sentido, Aspachs-Bracons e Rabanal (2009) examinam as evidências econométricas a respeito dos diversos possíveis fatores determinantes de uma bolha imobiliária no contexto espanhol, incluindo a melhoria nas condições de crédito e as mudanças no mercado de trabalho trazidas pelo mercado único europeu, introduzido em 1993. Embora o alto crescimento populacional e a falta de flexibilidade no mercado de trabalho façam parte das explicações para o aquecimento do mercado imobiliário na Espanha, não se encontra efeito significativo das condições de crédito uma vez descontados tais fatores.

Esta conclusão difere da tendência geral encontrada em estudos sobre bolhas imobiliárias em países como os Estados Unidos, onde os ciclos de preços são associados a ciclos de investimentos e alavancagem no mercado de hipotecas. De fato, o valor médio das hipotecas, uma *proxy* dos preços dos imóveis novos, segue o mesmo curso temporal de declínio anterior à crise financeira, como mostra o Quadro 7.



Em conjunto, o comportamento do mercado imobiliário espanhol indica que o ciclo imobiliário de quase duas décadas na Espanha tem uma dinâmica própria, significativamente independente das outras crises que ocorreram no país, ainda que venha a interagir com estas através do custo do crédito e da queda na atividade econômica.

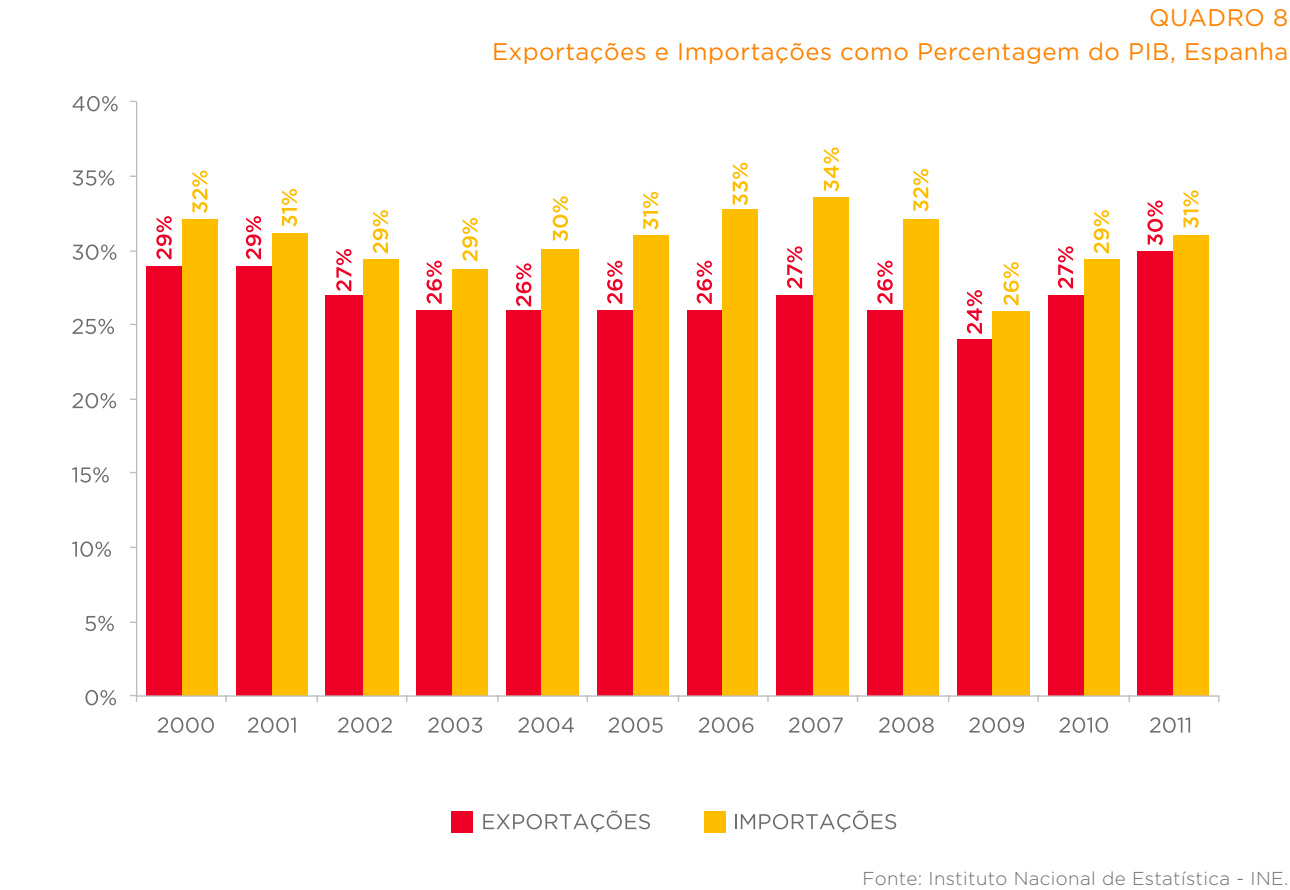
III. CONTAS EXTERNAS E ATIVIDADE ECONÔMICA

Conforme mencionado na Seção 1, a atividade econômica na Espanha está fortemente associada à sua conjuntura externa. Após décadas de guerras e condições de autarquia (falta de acesso a importações), a abertura da economia espanhola, a partir dos anos 1960, esteve em diversas ocasiões com o câmbio excessivamente desvalorizado para favorecer as exportações, trazendo como efeito colateral a

¹² Uma literatura cujos fundamentos têm impacto potencial aqui, mas não foram aplicados diretamente ao problema de crise sistêmica, é o caso da sincronização de ciclos econômicos no contexto do comércio entre dois países, concebivelmente Espanha e UE, que pode ser visto, por exemplo, na pesquisa recente de Zambelli (2012).

hiperinflação e o crescente endividamento externo. A importância da administração “realista” do câmbio teve destaque no processo de estabelecimento do Estado contemporâneo, com a Constituição de 1978 e o Pacto de La Moncloa. O “tipo de câmbio realista” era, ainda assim, referenciado em termos do equilíbrio em contas externas e mantido não só através da política monetária convencional, como também do controle de capitais.

A economia espanhola exibe cronicamente uma alta dependência de importações para abastecer seu mercado interno, e uma alta exposição à demanda externa por suas exportações na composição do seu PIB. Segundo o Quadro 8, durante a década de 2000, tanto as exportações quanto as importações mantiveram-se em patamares históricos de 25,0% a 30,0% do PIB, observando-se uma breve redução durante 2009, que já mostra sinais de se reverter.



A dependência da economia em relação às exportações tem impactos significativos sobre o perfil do risco e da crise no país. Os efeitos indiretos das flutuações nas exportações, resultantes da demanda intermediária gerada, agravam-se à medida que a pauta de exportações do país evolui em direção a indústrias avançadas, com mais elos nas suas cadeias produtivas. Este efeito é mais claro no aumento da participação da indústria automobilística e de outros materiais de transporte na evolução recente da pauta de exportações espanhola, mostrada no Quadro 9. Não se vê, contudo, um progresso em relação a exportações industriais de maior sofisticação. Se, por um lado, o peso das *commodities* minerais caiu consideravelmente nos anos de adaptação ao euro, por outro, as indústrias de máquinas e aparelhos elétricos permaneceram estagnadas, e atividades do setor primário, como a agricultura, cresceram em importância. Esta evolução parcial é um sintoma da forte interdependência entre câmbio e competitividade, ponto no qual insiste a tradição de *policy making* de economistas como Quintana (op. cit.).

QUADRO 9

Principais Setores Exportadores da Espanha (Classificação em 21 setores)

| EXPORTAÇÕES | 1995 | 2000 | 2005 |
|---|------|------|------|
| Automóveis e outros materiais de transporte | 11% | 26% | 26% |
| Máquinas, aparelhos e material elétrico | 18% | 17% | 16% |
| Produtos da indústria química e derivados | 12% | 7% | 9% |
| Produtos minerais | 20% | 3% | 4% |
| Metais comuns e manufaturados | 7% | 7% | 7% |
| Produtos do reino vegetal | 3% | 7% | 7% |
| Matérias têxteis | 6% | 5% | 5% |
| Matérias plásticas artificiais e borracha | 5% | 5% | 5% |
| Produtos alimentícios, bebidas e tabaco | 4% | 5% | 5% |
| Animais vivos e produtos do reino animal | 3% | 3% | 3% |
| Outros (11 setores) | 11% | 15% | 14% |

Fonte: Instituto Nacional de Estatística - INE.

No que concerne à pauta de importações, existem algumas implicações importantes para a economia produtiva. Primeiramente, o poder de compra real dos trabalhadores se eleva quando as importações se tornam mais acessíveis, o que gera um efeito-renda que não pode ser minimizado nas discussões sobre pautas comerciais em favor dos impactos sobre o setor produtivo. Contudo, é importante observar também fatores como a competição entre importações e produção local, além do barateamento de insumos importados e seus efeitos sobre a produção nacional. A evolução da pauta de importações no período 1995-2005 pode ser vista no Quadro 10.

QUADRO 10

Principais Setores Importadores da Espanha (Classificação em 21 setores)

| IMPORTAÇÕES | 1995 | 2000 | 2005 |
|---|------|------|------|
| Máquinas, aparelhos e equipamento elétrico | 22% | 22% | 20% |
| Automóveis e outros materiais de transporte | 13% | 19% | 18% |
| Produtos minerais | 10% | 13% | 15% |
| Produtos da indústria química e derivados | 10% | 9% | 9% |
| Metais comuns e manufaturados | 8% | 7% | 8% |
| Matérias têxteis | 5% | 5% | 5% |
| Matérias plásticas artificiais e borracha | 5% | 4% | 4% |
| Produtos alimentícios, bebidas e tabaco | 4% | 3% | 4% |
| Animais vivos e produtos do reino animal | 4% | 3% | 3% |
| Produtos do reino vegetal | 5% | 2% | 3% |
| Ótica, fotografia, materiais de precisão e cinema | 3% | 3% | 2% |
| Papel e matérias-primas | 4% | 3% | 2% |
| Outros (10 setores) | 10% | 9% | 9% |

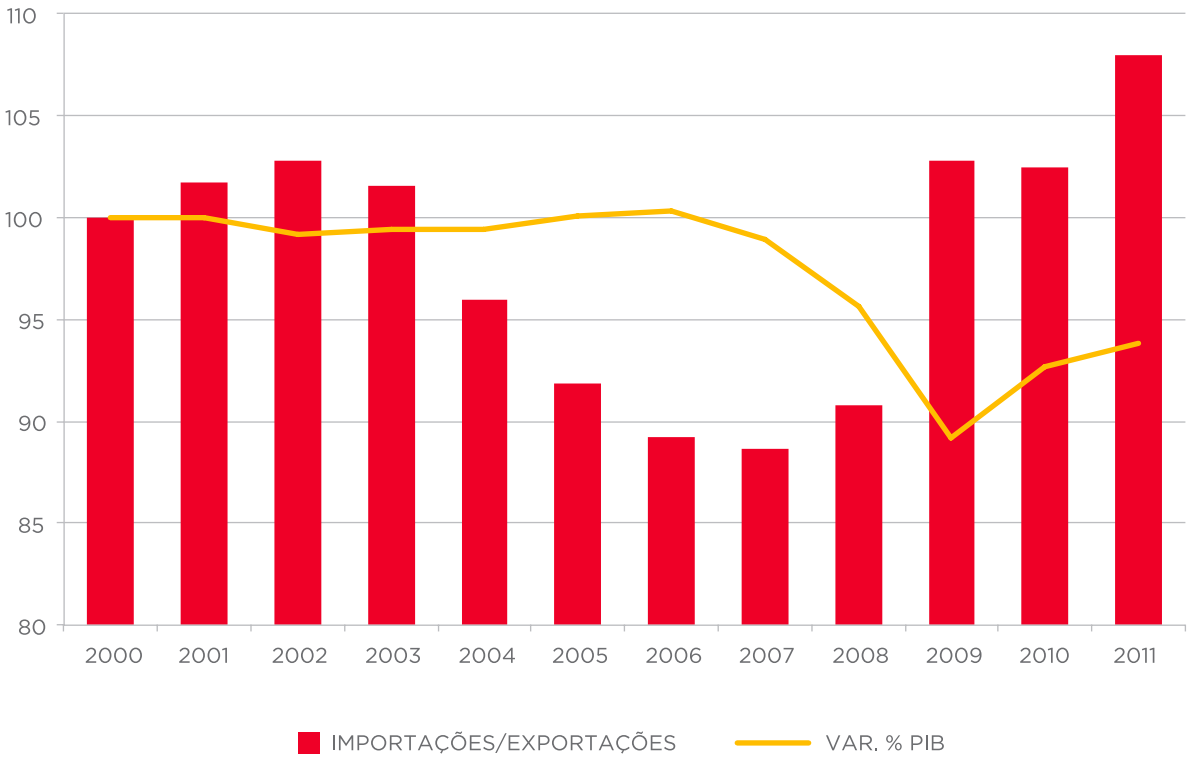
Fonte: Instituto Nacional de Estatística - INE.

Neste sentido, observa-se no período 1995-2005 um aumento concomitante da participação no mercado de bens finais, como aparelhos elétricos e automóveis, ao mesmo tempo em que a importação de matérias primas não apresenta grandes alterações. Portanto, não há evidências de que a interligação do país com a economia global tenha se alterado no sentido de que as importações tenham uma participação crescente de insumos para uma produção de bens finais sofisticados, seja para o mercado interno ou externo. Configura-se, assim, um cenário no qual a exposição do país à conjuntura global gera uma dupla vulnerabilidade. Se, por um lado, um encarecimento das importações gera um encolhimento do poder de compra real e um possível efeito-renda significativo, de outro, um encarecimento das exportações reduz direta e indiretamente a demanda agregada no país.

Uma ilustração simples da relação resultante entre atividade econômica e contas externas pode ser obtida tomando a razão entre importações e exportações. Conforme o Quadro 11, aumentos nesta razão tendem a coincidir com períodos de crescimento mais baixo, como se vê em 2002-2003 e a partir de 2006, quase três anos antes do estouro da crise global de 2008.

QUADRO 11

Razão Importações/Exportações e Taxa de Crescimento do PIB, Espanha (2000 = 100)



Fonte: Instituto Nacional de Estatística - INE.

IV. CUSTOS TRABALHISTAS E DESEMPREGO

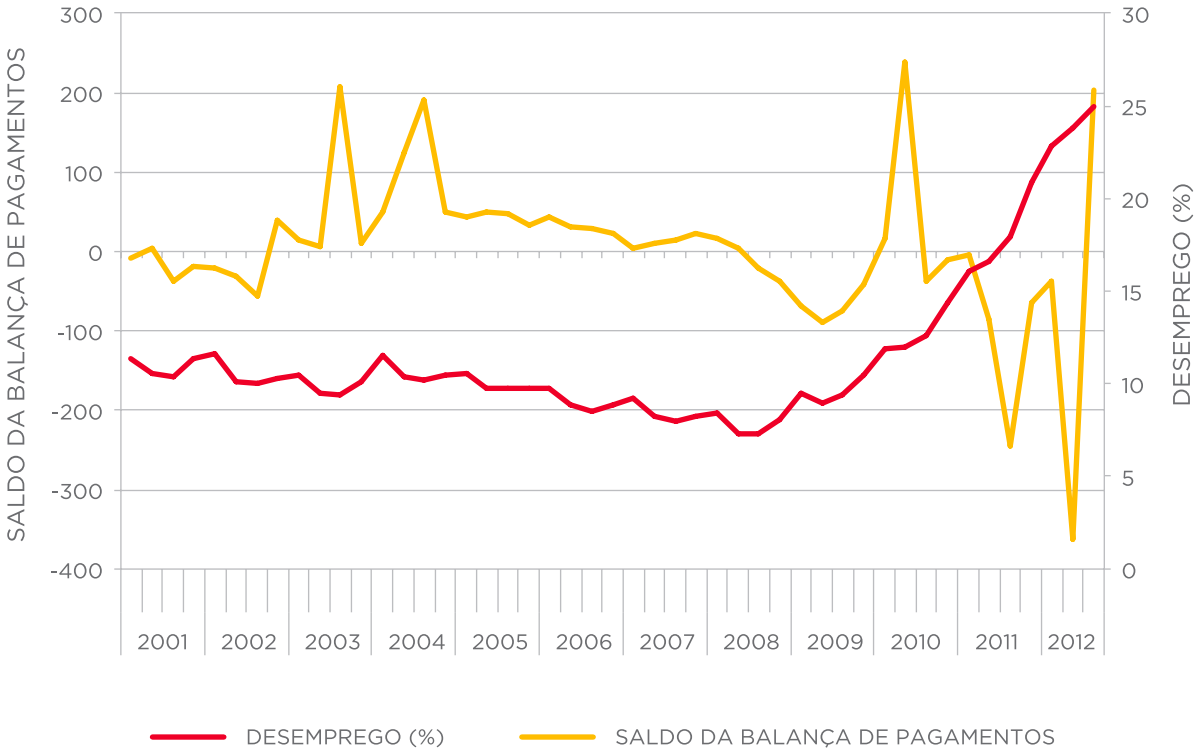
Existe uma relação clássica em macroeconomia entre desemprego e crescimento econômico, cuja lógica é direta, ou seja, mais demanda requer mais fatores de produção. A este fato estilizado de aplicação geral, soma-se uma característica particular espanhola, uma relação persistente entre o emprego e o saldo comercial, já mencionada. Merece também atenção a persistência de taxas de desemprego altas

relativas ao ciclo econômico, superiores a 10,0% durante a maior parte de sua história, e alcançando patamares de 20,0-25,0% cada vez que o país enfrenta uma recessão.

O Quadro 12 mostra dados trimestrais da balança de pagamentos e desemprego durante o período de vigência do euro. Um fato notório é que o desemprego se mantém relativamente baixo, mesmo durante o período 2006-2008, quando a taxa de crescimento do PIB já vinha em queda acentuada. Por outro lado, a modesta recuperação do crescimento a partir de 2010 não tem nenhum efeito sobre o crescimento da taxa de desemprego. Uma análise mais detalhada do gráfico mostra uma vinculação ainda mais substancial com o saldo da balança comercial, com coincidências de efeitos sazonais e reações a conjunturas de 1 a 2 anos. Mesmo a elevação do desemprego a partir do final de 2008 tem momentos de estancamento em trimestres de melhoria nas contas externas.

QUADRO 12

Balança de Pagamentos e Taxa de Desemprego na Espanha



Fonte: Instituto Nacional de Estatística - INE.

Os dados mostram também taxas de desemprego altas, mesmo em tempos de expansão econômica. Ao longo do período 2001-2008, durante o qual a taxa média de crescimento do PIB foi de aproximadamente 6,9%, o valor mais baixo observado para a taxa de desemprego é de 7,3%, com uma média de 9,7%. Estes dados sugerem uma configuração do mercado de trabalho sujeita a ineficiências e fricções, o que pode ser um fator determinante da vulnerabilidade externa da economia espanhola.

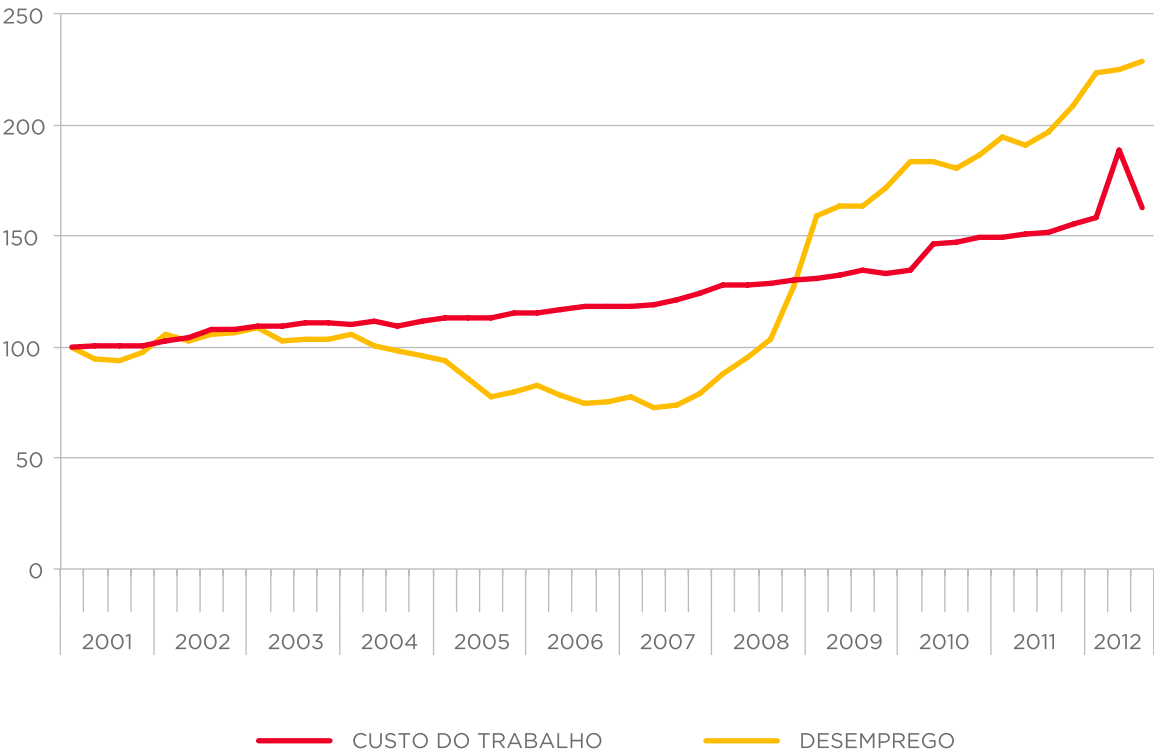
As evidências empíricas ligando fricções no mercado de trabalho e resultados econômicos adversos são de diversos tipos. Loayza (2005) conclui, a partir de uma análise estatística de 88 países, que mercados de trabalho flexíveis atenuam a magnitude do impacto de um choque externo, enquanto que Aspachs-

Bracons e Rabanal (op. cit.) identificam as fricções do mercado de trabalho como fator principal para a ocorrência de bolhas imobiliárias na Espanha. Como descrição empírica, pode-se ilustrar esta questão através da relação entre os custos da mão de obra e a evolução do desemprego.

Sob os pressupostos da teoria microeconômica, era de se esperar que o desemprego aumentasse quando crescem os custos da mão de obra e que, pelo contrário, tais custos caíssem quando o mercado de trabalho estivesse desaquecido. Sabe-se, ao mesmo tempo, que existe rigidez nominal dos salários para baixo em conjunturas recessivas, o que dificulta recuperações econômicas através de reajustes espontâneos. Observa-se na Espanha até 2008, contudo, um terceiro momento, marcado por um aumento nos custos do trabalho, enquanto decresce o desemprego, como visto no Quadro 13.

QUADRO 13

Custo Total do Trabalho Harmonizado (por hora efetiva) e Taxa de Desemprego na Espanha (2001 = 100)



Fonte: Eurostat e Instituto Nacional de Estatística - INE.

O cenário visto até 2008 tem duas explicações complementares. Em primeiro lugar, é plausível que o mercado de trabalho tenha se encontrado consistentemente sob pressão de demanda, haja vista os ciclos em torno de um patamar inferior entre 2001 e 2006. Neste sentido, os valores mínimos históricos de 7,0% do desemprego podem ser determinados por características estruturais do mercado de trabalho espanhol, como tempo de busca e *matching* entre vagas e trabalhadores, mobilidade ocupacional e regional¹³.

¹³ Nesta linha, uma referência é Castillo et al. (1998), cujo foco é o período 1988-1993, particularmente frutífero por englobar uma variedade de conjunturas expansivas e recessivas, bem como a introdução dos controles cambiais do SME. O estudo testa uma série de hipóteses econométricas relacionadas à estrutura do mercado de trabalho, como o formato da curva de Beveridge (desemprego-vagas abertas), a rotatividade no emprego e a mobilidade geográfica e ocupacional dos trabalhadores para as 17 Comunidades Autônomas. Entre as conclusões do trabalho, é notória a baixa mobilidade entre as regiões e a importância estatística dos componentes fixos (por região), que, em conjunto, indicam limites à recuperação do emprego pela localização das novas atividades, e a alta rotatividade, que traz rápidas perdas no emprego quando a conjuntura se deteriora rapidamente. Chamam a atenção, contudo, que os custos do trabalho tenham continuado a subir quatro trimestres após o início da crise no desemprego, fato estilizado que vai na direção contrária da conclusão de que a alta rotatividade marca o mercado de trabalho espanhol como um todo.

Embora os pesos relativos das causas da crise e dos obstáculos à sua superação não possam ser arbitrados a partir da análise descritiva de um fenômeno que apresenta novos desenvolvimentos a cada semana, pode-se afirmar que a rigidez observada nos custos do trabalho é um fator que dificulta a recuperação. Embora a experiência histórica indique, via de regra, que os salários nominais são rígidos para baixo, o índice harmonizado de custos da União Europeia é corrigido para ser comparável ao longo dos países da Zona do Euro, incorporando não só o nível geral de preços como também diferenças de tributação e encargos sociais.

Finalmente, no que se refere aos custos não salariais, tais como encargos sociais, Conessa e Krueger (1998) examinam um modelo dinâmico e encontram efeitos intergeracionais, nos quais uma parcela mais velha e já empregada age contra os interesses dos mais jovens e desempregados, o que pode resultar em um viés agregado para o *status quo*, mesmo que a nova geração majoritariamente desempregada proponha mudanças.

Aos fatores conhecidos pela economia comportamental, somam-se múltiplos fatores de ordem sociopolítica, associados, entre outras questões, às especificidades das relações de trabalho, aos diferentes costumes e tradições ligados às Comunidades Autônomas e ao aumento progressivo no risco de se perder o emprego, que, com frequência, não pode ser moderado por negociações salariais *ex ante*. Neste sentido, a política trabalhista espanhola é um fator adicional a ser observado, pela complexidade do problema de equilibrar os pactos implícitos com o *status quo* em matérias de proteção trabalhista e realizar reformas que reduzam a volatilidade do emprego.

3.3 RISCOS MACRO E MICROPRUDENCIÁRIOS NO SISTEMA FINANCEIRO

Como apontam autores como Borio (2003), as questões macroprudenciária e microprudenciária diferem não só nos seus focos e objetivos, mas também na sua concepção de “risco”. Os riscos microprudenciários são originários de instituições individuais, e seu objetivo é proteger os consumidores finais e investidores do sistema financeiro. Neste sentido, o risco se origina no problema de agente-principal e na dificuldade de alinhar os interesses de consumidores e das instituições financeiras. Os riscos microprudenciários não constituem *prima facie* uma fonte de vulnerabilidade sistêmica, embora possam se tornar uma preocupação significativa no agregado, isto é, quando um choque em comum (tal como uma recessão) sobre os tomadores de empréstimo afeta a saúde financeira das instituições.

Em contraste, o plano macroprudenciário é governado principalmente pelas correlações, isto é, pelo efeito que cada instituição exerce sobre o sistema como um todo. Do ponto de vista macroprudenciário, as ações das instituições podem ser vistas como endógenas, tendo um comportamento que é governado pelo contexto sistêmico em que se encontram. A questão do risco macroprudenciário ganhou proeminência na compreensão dos objetivos da governança do sistema financeiro a partir das “crises de confiança” do final da década de 1990, nos países então conhecidos como “tigres asiáticos”. A identificação e mitigação de riscos microprudenciários tornou-se um tema de grande importância após as crises financeiras de origem hipotecária de 2008, nas quais erros privados de precificação do risco tiveram consequências sistêmicas de escopo global¹⁴.

¹⁴ Existe um problema notório de moral hazard associado ao risco macroprudenciário que é de difícil identificação no caso espanhol, e, no entanto, também difícil de descartar. Neste sentido, os agentes que precificam e assumem o risco microprudenciário, percebem seu impacto macroprudenciário, assim como a probabilidade de resgate em caso de estresse sistêmico. Através deste mecanismo, a percepção de que o risco macroprudenciário existe pode levar a um aumento no apetite das instituições por ativos de risco. Este tipo de mecanismo pode ocorrer com as economias europeias em relação ao Banco Central Europeu, com os bancos espanhóis em relação ao governo espanhol ou mesmo com os governos das Comunidades Autônomas em relação ao governo central em Madrid. Por esta razão, observadores da conjuntura europeia acompanham os desenvolvimentos eleitorais nos países periféricos, e observadores da questão espanhola dão atenção às conjunturas regionais de maior risco na sua relação com o agregado da economia nacional.

Saurina (2009) discute o uso de provisões dinâmicas de liquidez pelo Banco da Espanha, a partir da década de 2000, para mitigar o risco sistêmico de fragilidades institucionais individuais. O sistema de provisões dinâmicas procura identificar o potencial de perda no portfólio do banco, para minimizar a instabilidade gerada pelo aumento nos *defaults* que, em geral, acompanham uma recessão, reduzindo o caráter pro-cíclico das crises financeiras.

Apesar de esta ferramenta ser essencialmente microprudenciária, Saurina (op. cit.) discute uma série de preocupações macroprudenciárias que são parcialmente afetadas pelo sistema de provisões dinâmicas, mas que escapam ao seu alcance. A administração do sistema de provisões dinâmicas tem um efeito de estabilização do sistema, mas não elimina riscos que, apesar de pouco visíveis no nível microprudenciário, podem desencadear uma reação sistêmica significativa. Saurina (op cit.) discute ainda a questão do ciclo de crédito, cujos efeitos colaterais são parcialmente mitigados pelas provisões dinâmicas, mas que não podem ser controlado por políticas deste tipo.

O ano de 2012 foi marcado por uma fuga de capitais, elevando os custos do crédito na Espanha no início do ano, problema estancado pela ação do Mecanismo Europeu de Estabilidade. O custo de rolagem da dívida do governo espanhol caiu substancialmente a partir de julho, o que, em tese, deve reduzir os custos do crédito na economia como um todo. Contudo, como já notado, o aspecto internacional do risco macroprudenciário ainda é pouco compreendido. Em particular, a desalavancagem do setor corporativo continua a ser um ponto de fragilidade (FMI, 2012), representando um risco que está parcialmente coberto pelo mecanismo de provisão dinâmica do banco central espanhol, mas que permanece como uma questão macroprudenciária relevante.



3.4 AVALIAÇÃO DO RISCO SOBERANO

A definição de “risco soberano” se compõe de três fatores, quais sejam, a definição dos eventos adversos, a avaliação do impacto destes eventos sobre o detentor do risco e a probabilidade de ocorrência destes impactos. A partir de uma definição geralmente aceita desta categoria de riscos, a literatura de finanças quantitativas vem propondo diversas metodologias de avaliação sistemática no sentido de orientar as decisões de investimento no mercado global de dívida soberana (vide, por exemplo, Damodaran (2012)).

Uma vertente distinta de estudos acadêmicos e de formulação de políticas parte da precificação dos riscos soberanos dada pelos mercados, para chegar a *insights* ou conclusões sobre as “variáveis ocultas” por trás dos riscos efetivos que incidem sobre um título de dívida soberana. Um estudo recente consolidando diversos aspectos desta vertente da literatura é o artigo de Comelli (2012).

Nos seus fundamentos, o prêmio de risco da dívida soberana se compõe de um risco de mercado e um risco fundamental. O primeiro deriva de um problema de transformação de maturidade. Neste sentido, caso o investidor não queira esperar pela data de vencimento dos seus títulos em carteira, existe a alternativa de exposição à flutuação dos preços no mercado secundário. Já o segundo se refere ao risco de *default*, isto é, o não cumprimento das obrigações diretas assumidas pelo governo.

Embora o risco soberano seja substancialmente importante para a compreensão do problema de financiamento de longo prazo das políticas fiscais dos governos, as séries de tempo dos prêmios de risco mostram considerável flutuação, mesmo em conjunturas nas quais não há evidente quebra de fatores estruturais (Damodaran, 2012), haja vista a possibilidade de crises sistêmicas nos moldes descritos por Jobst e Gray (op. cit.) como “agitação de risco”.

No contexto atual, contudo, cabe principalmente avaliar se os recursos emergenciais disponíveis são suficientes para controlar os riscos extraordinários sobre a capacidade de rolagem da dívida, causados por um aumento rápido dos custos do capital em tempos de aversão ao risco. Neste sentido, é notório que a União Europeia vem disponibilizando fundos de resgate para a Espanha, sem que o país tenha precisado recorrer a tal tipo de socorro até o final de 2012. Embora os fatos venham evoluindo continuamente e a possibilidade de uma nova crise de confiança não possa ser eliminada, não parece provável, dada a conjuntura fiscal espanhola, que o país precise recorrer a um *default*, o que teria custos políticos e econômicos consideráveis da administração da dívida.

Apesar disto, essa afirmativa não pode ser estendida para o médio e longo prazo. A sustentabilidade da rolagem da dívida a um dado nível de déficits no presente não significa que esta se manterá indefinidamente dado o mesmo tipo de política fiscal. Enquanto os déficits são valores pontuais, o montante a ser financiado pode ter uma trajetória exponencial devido aos custos de rolagem, mesmo que os déficits sejam zerados. Na ausência de reformas estruturais que gerem uma convergência dos patamares de déficits para valores similares aos praticados em países cuja dívida é uma alocação alternativa do capital, a dívida espanhola pode vir a experimentar crises cíclicas de confiança, sobre as quais é difícil prever resultados.

Existem ainda riscos que se acumulam ao longo do tempo. Na medida em que a Espanha é, em si, uma união monetária de Comunidades Autônomas com considerável grau de autonomia fiscal, uma recessão que afete regiões particularmente frágeis pode causar uma cascata de pedidos de resgate, que pressionariam o tesouro espanhol. Existe ainda um movimento separatista próximo de alcançar massa crítica na Catalunha, uma das regiões mais desenvolvidas do país. De maneira geral, os nacionalismos históricos que mais têm se expressado em anos recentes são aqueles relacionados a regiões onde a renda média é superior à espanhola (bascos e catalães), tendo perdido força os movimentos de regiões que se desenvolveram menos que a média do país (Galícia, Astúrias, Andaluzia). Uma cascata de separatismos

das regiões economicamente mais fortes poderia deixar Madrid a cargo de um país substantivamente mais pobre, com efeitos sobre a sustentabilidade de suas finanças.

Finalmente, existe a possibilidade de saída do euro. Atualmente, existem pressões em relação à flexibilização da política econômica no que se refere aos termos de troca com o exterior, entendida por alguns como necessária no curto prazo para melhorar a competitividade da indústria nacional e reduzir as taxas de desemprego. Uma separação nestes moldes aumentaria o risco de mercado no curto prazo, haja vista a flutuação no valor real dos títulos atrelados ao euro. No entanto, o risco percebido de falência do Estado espanhol pode cair, com medidas estruturais de promoção da competitividade de maior alcance que a simples manipulação dos termos de troca.

Este não é o único cenário de saída do euro. A continuidade na deterioração das condições econômicas no país pode agravar as pressões separatistas em regiões desenvolvidas do país. A Catalunha respondia, em 2007, por 19,0% do PIB espanhol, seguida proximamente por Madrid (17,0%) e Valencia (10,0%). Um cenário adverso plausível seria a separação da Catalunha em 2014 e uma adesão posterior de Valencia, onde parcelas da população apoiam o *pancatalanismo* (Guía, 1995), ou seja, a ideia de que existe um “país catalão” dentro da Espanha, envolvendo mais do que a Comunidade Autônoma da Catalunha.

As consequências de uma saída das duas Comunidades Autônomas citadas implicariam em um encolhimento da economia de aproximadamente 30,0%. Seus impactos incluiriam uma mudança de patamar no apreçamento do risco soberano e uma maior dificuldade de administrar a dívida, dado que a queda na arrecadação certamente seria maior do que a queda nos gastos sociais do governo.

3.5 AVALIAÇÃO DA PROBABILIDADE E IMPACTOS DE CENÁRIOS DE RUPTURA

Um cenário de ruptura da rede institucional, financeira e sociopolítica permite analisar conjunturas futuras possíveis, mas não consideradas dentro dos cenários referenciais de previsão geralmente utilizados. Ao se fazer qualquer projeção, é necessário tomar como premissa a continuidade de uma série de fatores estruturantes, como, por exemplo, a continuidade das fronteiras nacionais, do alcance das zonas monetárias e da capacidade de certas economias mais sólidas assumirem um papel estabilizador. A análise de um cenário de tal natureza permite examinar consequências inesperadas que podem ocorrer em cenários menos extremos, mas que não vêm à tona em cenários de normalidade.

Os cenários de ruptura têm, por definição, um caráter especulativo, devendo ser analisados em termos da teoria macroeconômica e dos fatos conhecidos. Neste sentido, cada cenário é fundamentado nos possíveis determinantes da ruptura, baseados no conhecimento qualitativo que existe sobre as condições de sustentabilidade dos cenários referenciais, de um retorno iminente às condições do período 2001-2008.

CENÁRIO 1 - CRISE BANCÁRIA ALÉM DO ATUAL PROGRAMA DE REESTRUTURAÇÃO

Que rupturas podem causar este cenário? Uma possibilidade é que a estratégia de recuperação sendo implementada pelo Banco Central Europeu atenda a certos objetivos (como a recuperação da confiança no euro), mas que seja incompatível com a recuperação da economia real na Espanha, cujas exportações se tornaram caras e pouco competitivas. Outro fator que pode agravar a crise bancária é a conjuntura macroprudenciária (isto é, o risco sistêmico do sistema bancário), que, devido a fatores como a contração monetária e as cadeias de empréstimo até as regiões autônomas, pode se tornar impossível de administrar.

Quais são os impactos diretos, inevitáveis ou quase inevitáveis deste cenário? Os custos do crédito para o setor privado permaneceriam elevados, possivelmente aumentando até níveis incompatíveis com atividades econômicas importantes. As Comunidades Autônomas pressionariam o governo central com mais pedidos de resgate e, possivelmente, procurariam adquirir o direito de julgar autonomamente casos individuais de *default*, aumentando o risco microprudenciário, o custo de capital e, dependendo da vulnerabilidade do sistema bancário, o risco sistêmico, realimentando a crise.

Quais são os impactos indiretos e sistêmicos prováveis? Um círculo vicioso poderia se estabelecer entre o custo do crédito e a contração da economia no setor privado não-bancário (em essência, *default* das dívidas das famílias e falência progressiva de empresas), causando depressão econômica por vários anos depois da recuperação europeia. As Comunidades que concentram o sistema bancário, como País Basco, Catalunha e Cantábria, poderiam procurar a independência dentro da Zona do Euro, tanto pela diferença de interesses com regiões devedoras, como por estarem mais alinhadas com um movimento do euro em direção à austeridade que o restante do país. Alternativamente, as regiões mais endividadadas poderiam procurar a independência para decidir o problema de suas dívidas públicas e privadas como Estados soberanos.

CENÁRIO 2 - CONJUNTURAS MACROECONÔMICAS E POLÍTICAS FORÇAM UMA RUPTURA COM O EURO, INICIADA PELA ESPANHA

Que rupturas podem causar este cenário? Existem atualmente desalinhamentos fundamentais entre a conjuntura macroeconômica espanhola, fortemente marcada por altas taxas de desemprego, e o direcionamento da Zona do Euro em relação a um viés pela austeridade. Estes desalinhamentos poderiam se tornar impossíveis de administrar por razões técnicas (a recessão causa mais déficits, o que seria um



estabilizador automático se a política monetária fosse acomodativa) ou por pressões políticas vindas do eleitorado jovem das Comunidades.

Quais são os impactos diretos, inevitáveis ou quase inevitáveis deste cenário? Pressões políticas latentes ao longo do espectro político devem levar a uma política de desvalorização da nova peseta para recuperar a competitividade do setor exportador e conter a recessão. O início de uma crise séria de fuga de divisas tende a ser administrado com controles de capitais, seguindo o padrão histórico da peseta independente.

Quais são os impactos indiretos e sistêmicos prováveis? Uma questão importante é se a Espanha consegue permanecer na União Europeia nos mesmos termos que os países que não adotaram o euro. O Reino Unido é um precedente importante, dado que chegou a aderir ao SME, mas teve uma crise financeira dramática que levou ao abandono da convergência para o euro. A saída da União Europeia enquanto união alfandegária teria impactos negativos imediatos sobre as exportações, haja vista que alguns dos maiores mercados do mundo encontram-se dentro da União Europeia agora. No médio e longo prazo, um processo de substituição de importações por si só provavelmente traria retrocessos no agregado, mas poderia ser uma fase de transição para uma economia mais interligada com os mercados asiáticos e americanos.

CENÁRIO 3 - CRISE AMPLA NOS PAÍSES MEDITERRÂNEOS FORÇA A UMA REESTRUTURAÇÃO DOS TERMOS DA UNIÃO MONETÁRIA

Que rupturas podem causar este cenário? Uma aceleração de reequilíbrios de poder no contexto da União Europeia, incluindo o crescimento da Polônia e dos países bálticos, que já ganham margem de manobra por estarem confortavelmente dentro das metas fiscais da UE (quebradas hoje pelos mesmos países que impulsionam o paradigma atual de austeridade). Outro fator possível são recessões prolongadas nos países centrais, que tornem as indústrias exportadoras na Espanha e na Itália mais importantes para a economia do bloco. Finalmente, a crise pode se alastrar e se aprofundar na França, alcançando níveis comparáveis com o espanhol. Alternativamente, países como a Alemanha podem deixar de participar das operações de resgate dos países da Zona do Euro.

Quais são os impactos prováveis deste cenário? A “reestruturação dos termos” pode se dar de algumas formas, incluindo mudanças institucionais no processo de tomada de decisão da UE e a introdução de margens de flutuação entre as moedas dentro da Zona do Euro, para citar apenas medidas estruturantes que afetam de maneira mais direta o futuro econômico da Espanha.

De maneira genérica, qualquer mecanismos de flexibilização do euro deve tender a enfraquecer a estabilidade do seu valor frente às demais moedas do mundo. De fato, do ponto de vista de um investidor internacional ou de um banco central alocando reservas, tanto a discricionariedade implicada por uma formulação de políticas monetárias mais descentralizadas, como experimentos com políticas novas que tentem se situar entre uma união monetária absoluta e um sistema flexível. Há que se ter em conta as lições obtidas durante a união cambial flexível do SME, que geraram vulnerabilidade externa específica a cada país, ao mesmo tempo em que se criava exposição a um risco advindo de toda a Europa.

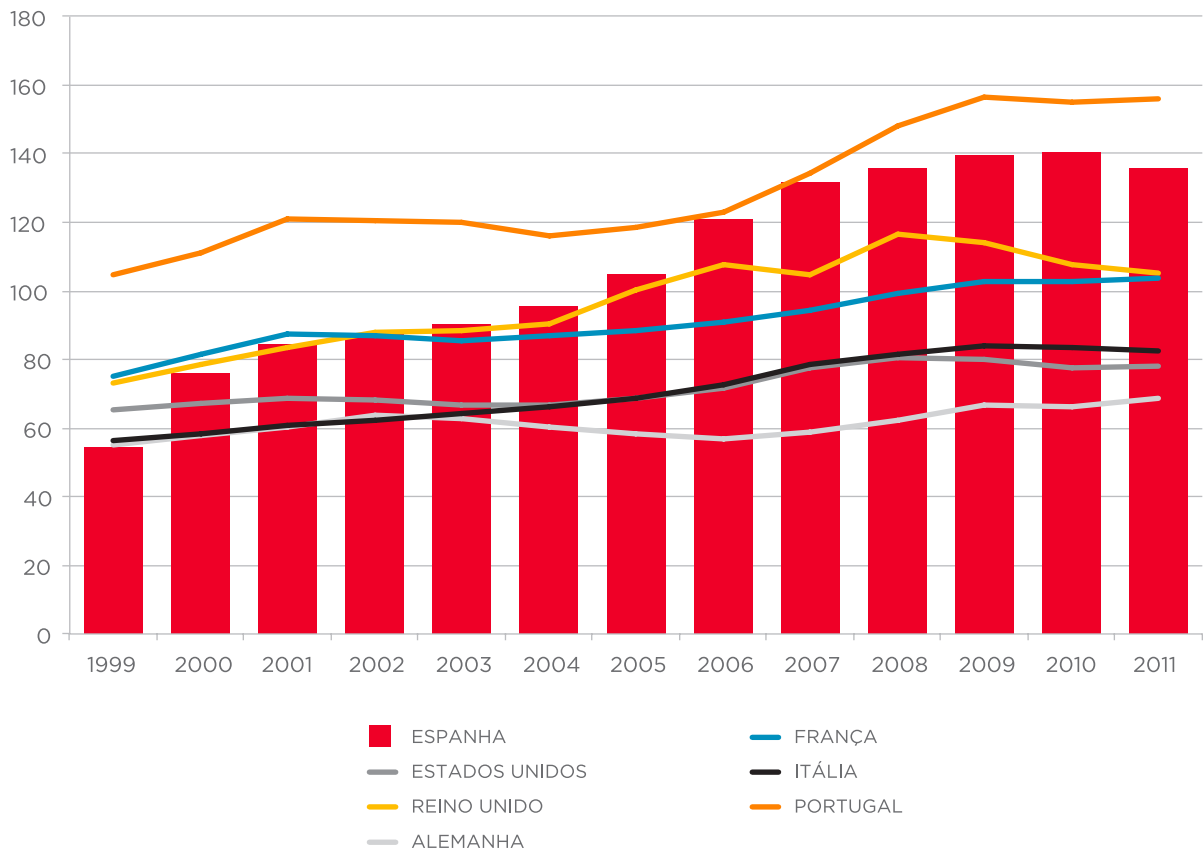


4. DIAGNÓSTICO MICROECONÔMICO DA ECONOMIA ESPANHOLA

4.1
SETORES MAIS FRAGILIZADOS E IMPACTOS SISTÊMICOS
DE FALÊNCIAS LOCALIZADAS

Do ponto de vista microeconômico, o principal problema espanhol no momento é o mesmo de muitos outros países europeus, a saber, o elevado endividamento. No caso específico espanhol, essa dívida não está alocada principalmente no governo, mas sim nas empresas e nas famílias. A causa deste problema, no caso da Espanha, também é bastante comum a outros países: nos anos seguintes à decisão de entrar na Zona do Euro, os juros dos títulos públicos caíram drasticamente. A título de ilustração, no caso do título de 10 anos, por exemplo, o valor passou de 12,7%, em 1995, para 3,0%, em setembro de 2005. Essa dívida barata foi usada principalmente para consumo e investimento imobiliário, o que, por sua vez, alimentou uma bolha nos preços de imóveis. Desta forma, o aumento do endividamento do setor empresarial foi impulsionado em grande parte pela expansão (*boom*) imobiliária de 2004 até 2008. Embora o nível inicial de dívida corporativa já fosse elevado na Espanha em 1999 (ainda que abaixo da média da área do euro), agora ele excede largamente a maioria dos países da UE, com exceção da Irlanda.

QUADRO 14
Dívida Bruta de Empresas não Financeiras (% PIB)



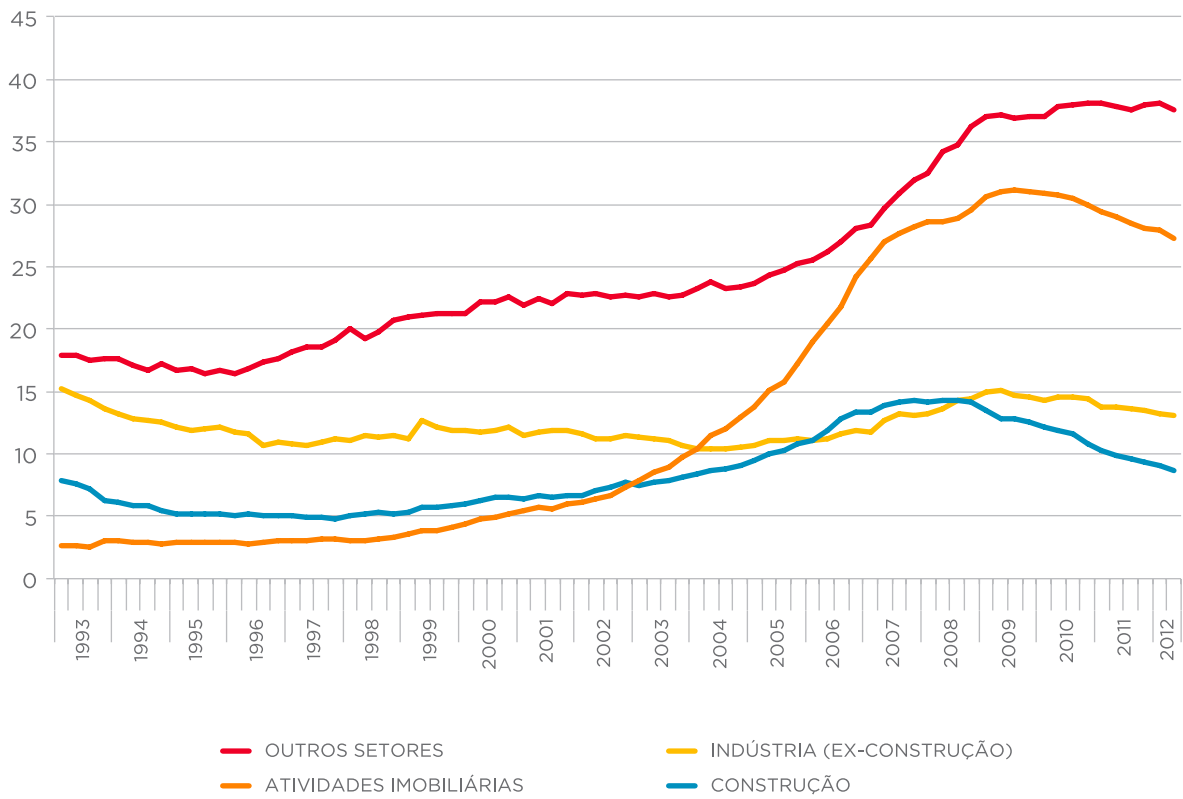
Fonte: OECD National Accounts database.

SETORES MAIS ENDIVIDADOS

Observando a dívida corporativa, os setores que mais explicam esse aumento do endividamento são a construção civil, atividades imobiliárias e a aquisição de hipotecas, conforme apresentado no Quadro 15.

Segundo a explicação do parágrafo anterior, esse crescimento do endividamento foi causado pelo *boom* imobiliário, sendo que a principal fonte de financiamento foi o setor bancário. A título de exemplo, a dívida junto aos bancos espanhóis dos setores imobiliário e de construção civil juntos representa aproximadamente 40,0% do PIB. Isso explica, em parte, a alta exposição do sistema financeiro espanhol a esses setores.

QUADRO 15
Empréstimo Bancário para Empresas Não Financeiras por Setor (% PIB)



Fonte: Banco de España.

Além dos setores imobiliário e de construção, a alavancagem no setor corporativo não-financeiro espanhol ainda é um pouco maior do que na maioria dos países da Zona do Euro. Excluindo aqueles dois setores, a dívida corporativa estimada é equivalente a 143,0% do PIB. Após análise mais aprofundada do endividamento das empresas espanholas¹⁵, pode-se observar ainda uma heterogeneidade no curso recente da dívida, quando se tomam como base características tais como tamanho, setor de atividade e alavancagem financeira.

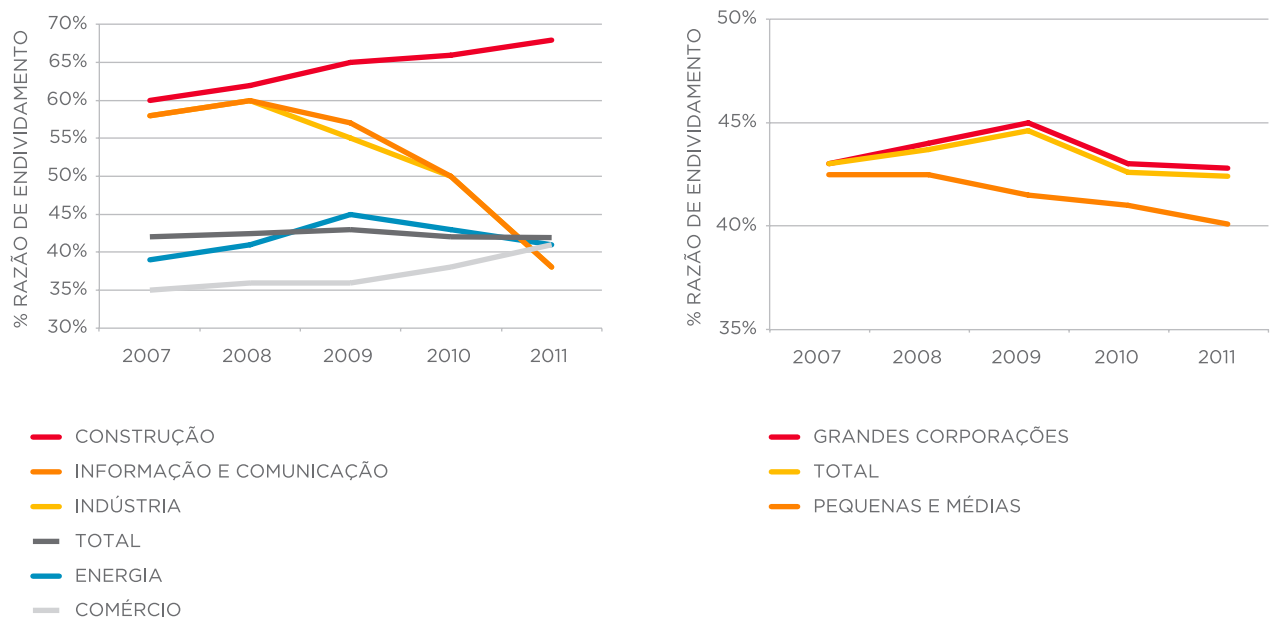
¹⁵ Banco de España (2013).

Especificamente, observando o Quadro 15, existe evidência de que o processo de desalavancagem iniciado em 2009 está sendo concentrado, como seria de esperar, em empresas que possuíam nível de dívida mais elevada. Estas têm conseguido, ao longo dos anos pós-crise, convergir sua razão de endividamento¹⁶ para níveis similares àsquelas empresas que se encontravam menos endividadas no pré-crise. A exceção a essa regra foi o setor de construção civil que, mesmo sendo um dos mais endividados, não tem conseguido melhorar seus indicadores financeiros.

Continuando a análise da razão do endividamento, só que agora classificando as empresas por tamanho, observa-se que as empresas pequenas e médias são aquelas que obtiveram melhor recuperação dos indicadores de endividamento no pós-crise. Esta evolução é consistente com o maior endividamento externo de empresas grandes. Sendo assim, como essas firmas têm acesso a linhas de crédito e mercados consumidores internacionais, mesmo com razão de endividamento mais elevada, elas conseguem manter posição financeira mais sólida.

QUADRO 16

Razão de Endividamento (Dívidas/Ativos Total) das Empresas Espanholas por Setor e Tamanho



Fonte: Banco de España.

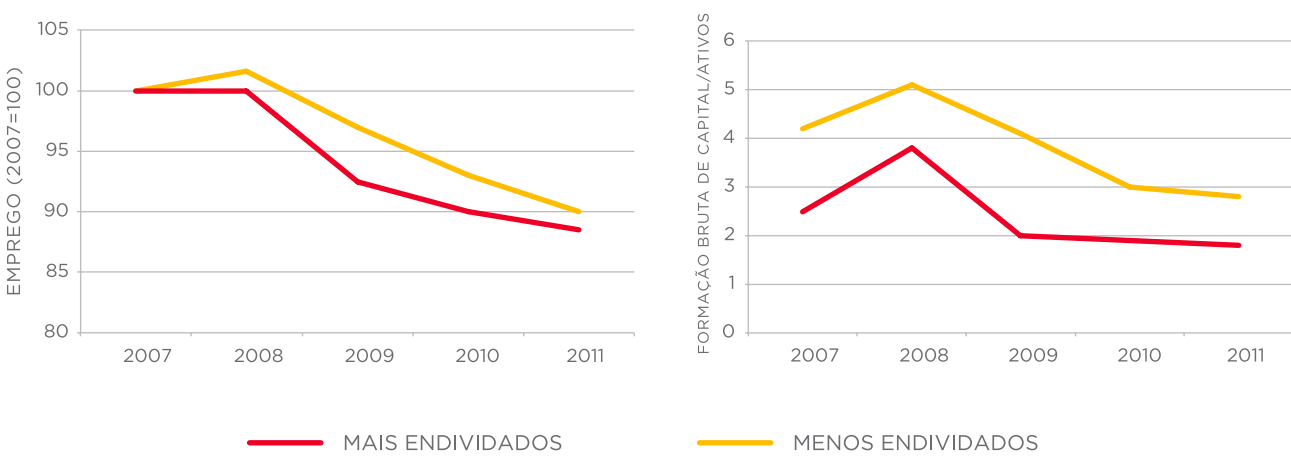
Como resultado do processo de desalavancagem aplicado pelas empresas espanholas, a evidência apresentada mostra também que as empresas em que o endividamento era maior antes da crise apresentaram resultado menos favorável em termos de pessoal empregado e investimento¹⁷. Isso sugere que as empresas com níveis de endividamento mais elevados foram comparativamente mais afetadas na sua atividade, uma vez que são mais vulneráveis a choques adversos, mostrando maior ajustamento às necessidades de reestruturação.

¹⁶ Dívidas sobre Ativos Total.

¹⁷ Investimento é tratado aqui como *Gross Capital Formation/Net Assets*.

QUADRO 17

Emprego e Investimento das Empresas Espanholas por Nível de Endividamento

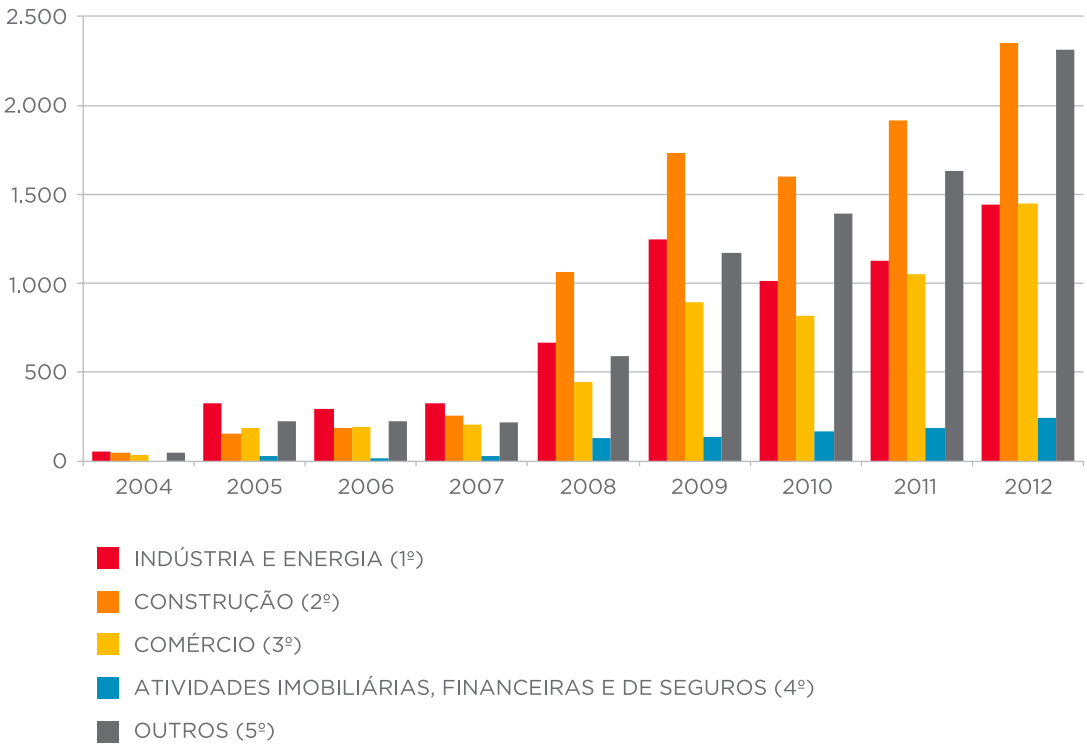


Fonte: Banco de España.

Mesmo com o processo de desalavancagem em curso, a combinação de elevado endividamento e atividade econômica fraca tem levado a falência muitas empresas espanholas. Além disso, nos dois últimos anos, a quantidade de falências vem crescendo consistentemente, com destaque para as empresas do setor de construção, que representaram 30,0% das falências em 2012, conforme apresentado no Quadro 18.

QUADRO 18

Número de Empresas Falidas por Setor



Fonte: Instituto Nacional de Estatística - INE.

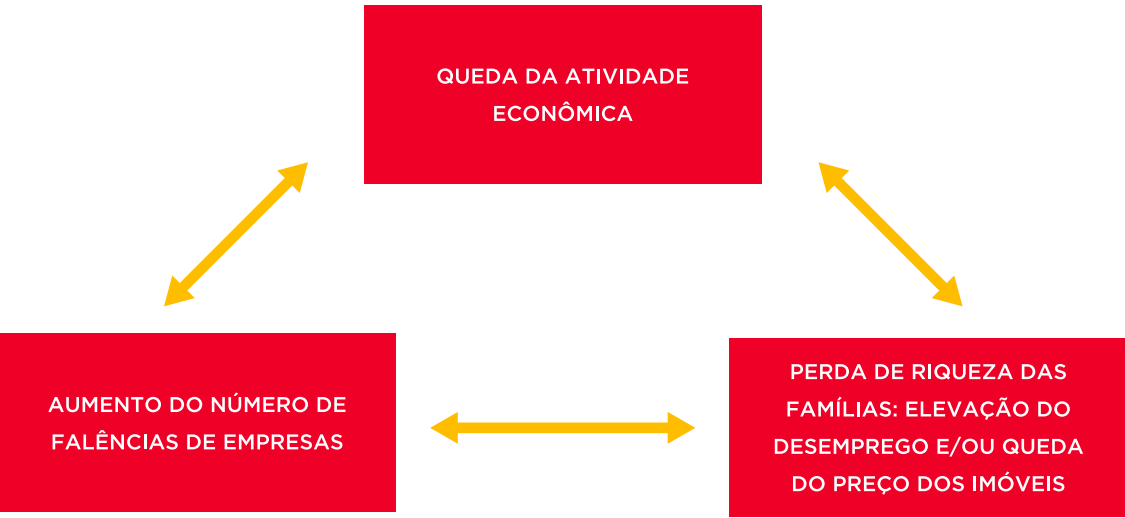
IMPACTOS SISTÊMICOS DE FALÊNCIAS LOCALIZADAS

Esse ritmo acelerado de falências das empresas, que, por um lado, diminui o endividamento médio do setor corporativo espanhol acarreta, por outro lado, novas perdas ao já enfraquecido sistema financeiro espanhol, uma vez que as empresas possuem parte relevante das suas dívidas em empréstimos bancários. Esse processo pode gerar um perigoso ciclo vicioso de aumento de falências, que causa menor atividade econômica via aumento da incerteza relacionada à capacidade de recuperação da economia, o que resulta em mais falências.

Mesmo com a alta taxa de desemprego da população espanhola, um fator que atenua a necessidade de desalavancagem da economia é a riqueza acumulada pela população, mesmo que concentrada em ativos imobiliários (cerca de 85,0% da riqueza¹⁸ é concentrada em imóveis).

Portanto, a capacidade da economia espanhola de suportar o processo de recuperação dependerá fortemente da manutenção dos preços dos imóveis em patamar não muito deprimido, o que não vem acontecendo nos últimos períodos. Outro fator essencial para a manutenção da riqueza da população é a recuperação do fluxo de renda da população, ou seja, redução da alta taxa de desemprego. Nesse cenário, outro perigoso ciclo vicioso pode emergir (Quadro 19), como, por exemplo, a queda da atividade econômica, que gera aumento do desemprego e queda dos preços dos imóveis, que, por sua vez, gera queda da riqueza das famílias e falências de famílias e empresas.

QUADRO 19
Ciclo Vicioso Espanhol



4.2
POSIÇÃO DAS EMPRESAS ESPANHOLAS NO MUNDO

O cenário que as multinacionais espanholas enfrentam depois de aproximadamente quatro anos desde o início da crise financeira global é adverso e complexo, porém, ao mesmo tempo, também apresenta oportunidades.

¹⁸ Fundo Monetário Internacional - FMI (2012).

Na Zona do Euro, as incertezas sobre a continuidade do bloco e os problemas da dívida externa excessiva de alguns de seus países membros estão impedindo o crescimento e, conseqüentemente, a solução para a crise. Na Espanha, a demanda doméstica lenta, as altas taxas de desemprego, a consolidação fiscal e o forte aperto de crédito são fatores que limitam e continuarão limitando o crescimento. Dentro desse cenário, a estratégia que muitas empresas espanholas estão implementando é a internacionalização dos seus negócios.

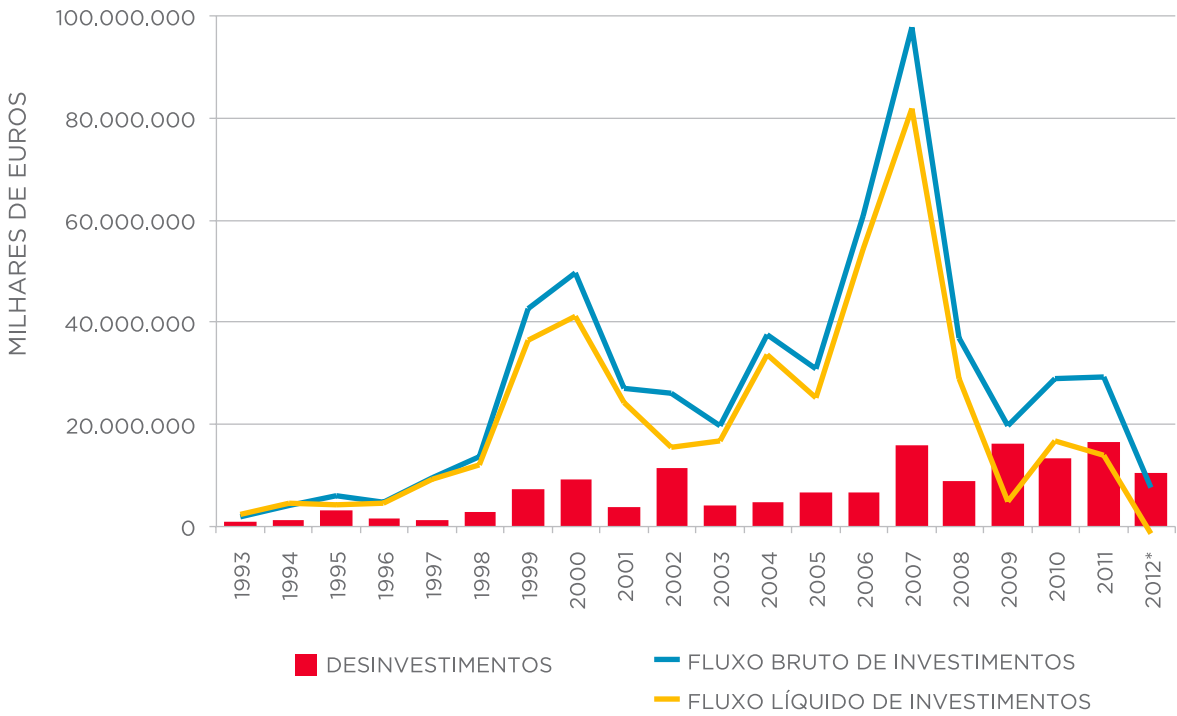
Além disso, para as empresas que já possuem negócios fora, as subsidiárias têm sido utilizadas com outras finalidades que não somente a expansão das atividades. Algumas empresas espanholas com dificuldade de caixa, por exemplo, se valeram nos últimos anos de ativos em outros países, principalmente nos países emergentes que apresentam maior cobiça de investidores e tornam os ativos mais líquidos.

O IMPACTO DA CRISE SOBRE O COMPORTAMENTO DO INVESTIMENTO DAS EMPRESAS ESPANHOLAS NO EXTERIOR

O primeiro aspecto que se pode notar analisando as estatísticas de investimento das empresas espanholas é a mudança de comportamento no ano anterior e posterior a 2008.

Como se pode observar no Quadro 20, nos anos que antecederam a crise, principalmente a partir de 2002, o fluxo de investimentos espanhóis no exterior apresentou trajetória fortemente crescente, mais do que quadruplicando o valor se comparado ao início da década. Após o desencadeamento da crise internacional, o que se observou foi uma queda desses fluxos de investimentos para patamares semelhantes àqueles praticados há aproximadamente uma década atrás.

QUADRO 20
Fluxo de Investimentos Espanhóis no Exterior



Fonte: DataInVex. *2012: janeiro até setembro.

Destacando-se somente o investimento líquido, a recuperação é ainda mais tímida. Se comparada a média desse indicador nos três anos após a crise (2009, 2010 e 2011) com os anos anteriores, o desempenho apresentado foi semelhante à média do triênio de 1996, 1997 e 1998. Adicionalmente, a evolução desfavorável do investimento estrangeiro líquido é, em grande parte, causada pelo grande volume de desinvestimentos do exterior em 2009, tanto em termos absolutos como relativos. Os valores de desinvestimentos até 2008 representavam menos de 25,0% em relação ao investimento bruto do mesmo ano, enquanto que, em 2009, este valor ultrapassou 80,0%, e passou para cerca de 50,0% nos dois anos seguintes.

Em resumo, os dados confirmam que, depois de 2008, houve uma queda acentuada nos investimentos estrangeiros espanhóis. A evolução diferente dos números de investimento bruto e líquido no exterior a partir de 2008 indica a existência de uma realidade de negócios dual, isto é, por um lado, encontra-se um grupo de empresas espanholas que retomaram seus planos de expansão internacional, ainda que de forma mais seletiva (que também inclui desinvestimentos ou redução do volume de negócios em países considerados não estratégicos) e, por outro, um grupo de empresas que reduziram a sua presença internacional ou que buscaram formas alternativas de investimento direto.

FLUXO FINANCEIRO DE EMPRESAS ESPANHOLAS COM SUBSIDIÁRIAS E COLIGADAS NO EXTERIOR

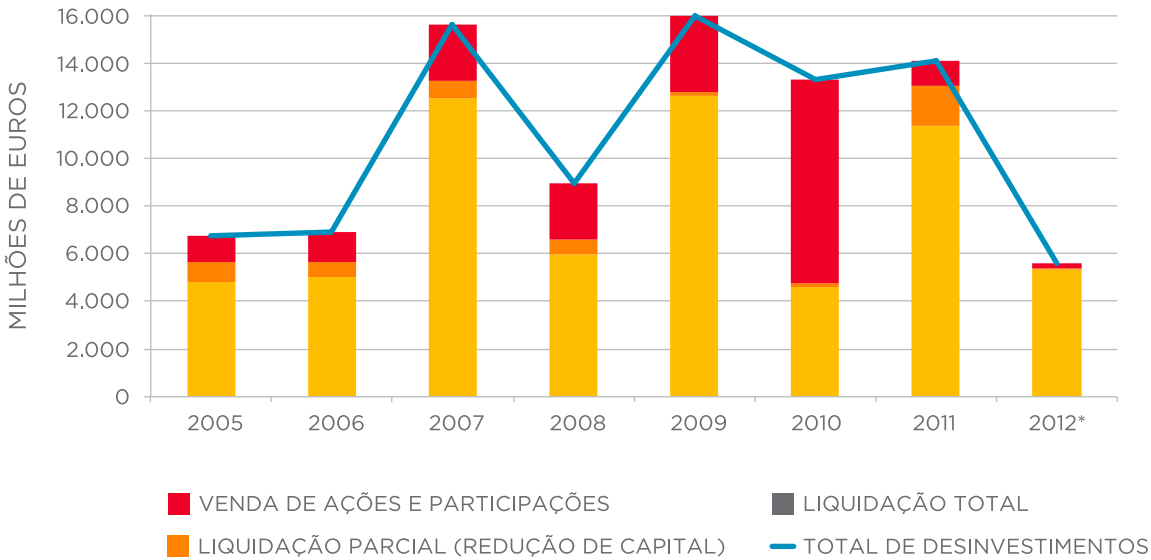
Normalmente os fluxos financeiros multinacionais tendem a ir da sede para as filiais e coligadas no exterior, que, assim, se beneficiam das vantagens de pertencer a um grupo de empresas. De fato, até 2007, esta foi a tendência dominante entre as empresas espanholas com investimentos diretos no exterior. Mas, a partir de 2008, os fundos recebidos por empresas espanholas de suas subsidiárias e afiliadas no exterior adquiriram um papel proeminente, em grande parte devido à escassez de crédito no país.

A primeira fonte de recursos utilizados para as operações de desinvestimento no exterior, como discutido anteriormente, aumentou significativamente, tanto em termos absolutos, quanto relativos a partir de 2009.

O Quadro 21 reporta informações sobre a evolução dos diferentes tipos de desinvestimentos, a venda de ativos (incluindo a venda de ações e participações), liquidação de sociedades (dissolução e liquidação) e redução do capital de subsidiárias no exterior (incluindo a provisão de reservas). Como exemplo do aumento dessas contas, comparando a média de desinvestimento no pré-crise, entre 2005 e 2008, e no pós-crise, entre 2009 e 2011, observa-se um aumento de 51,0% nessa conta.



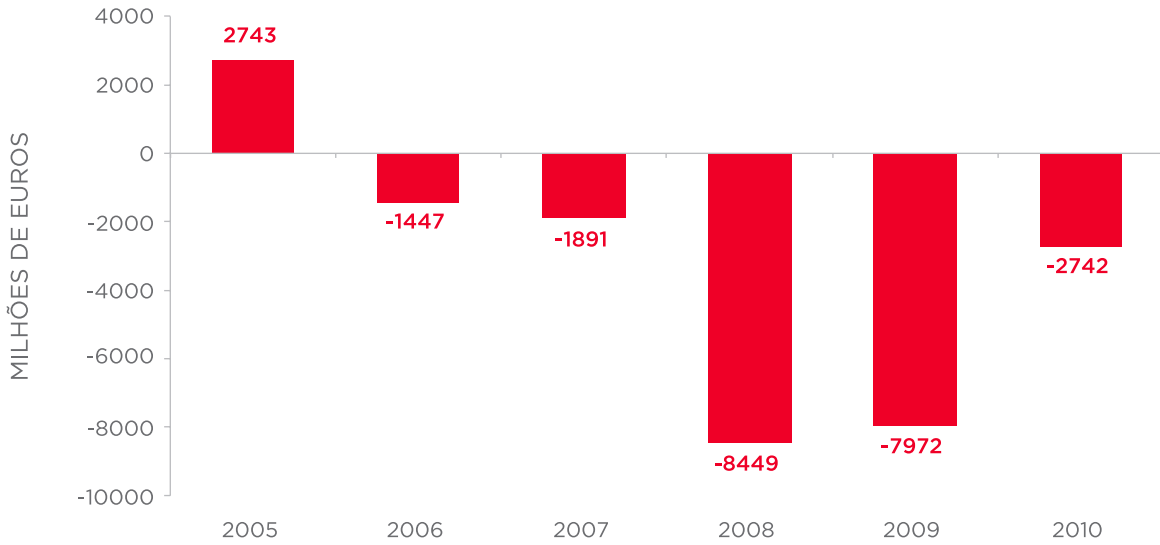
QUADRO 21
Fluxo de Desinvestimentos Espanhóis no Exterior (Milhões de Euros)



Fonte: DataInVex. *Janeiro/2012 – Junho/2012.

Outra fonte importante de fundos para a matriz das empresas espanholas, a partir de 2008, tem sido o retorno dos empréstimos que haviam sido concedidos às filiais no exterior e também os empréstimos feitos pelas filiais e transferidos para a matriz. Como se pode observar no Quadro 22, os fluxos de créditos e empréstimos liquidamente recebidos pelas matrizes espanholas entre 2008 e 2010 totalizaram 19.163 milhões de euros, com destaque para os anos de 2008 e 2009, que sozinhos totalizaram 16.421 milhões de Euros.

QUADRO 22
Fluxo Líquido de Financiamento das Filiais e Participações Estrangeiras (Milhões de Euros)

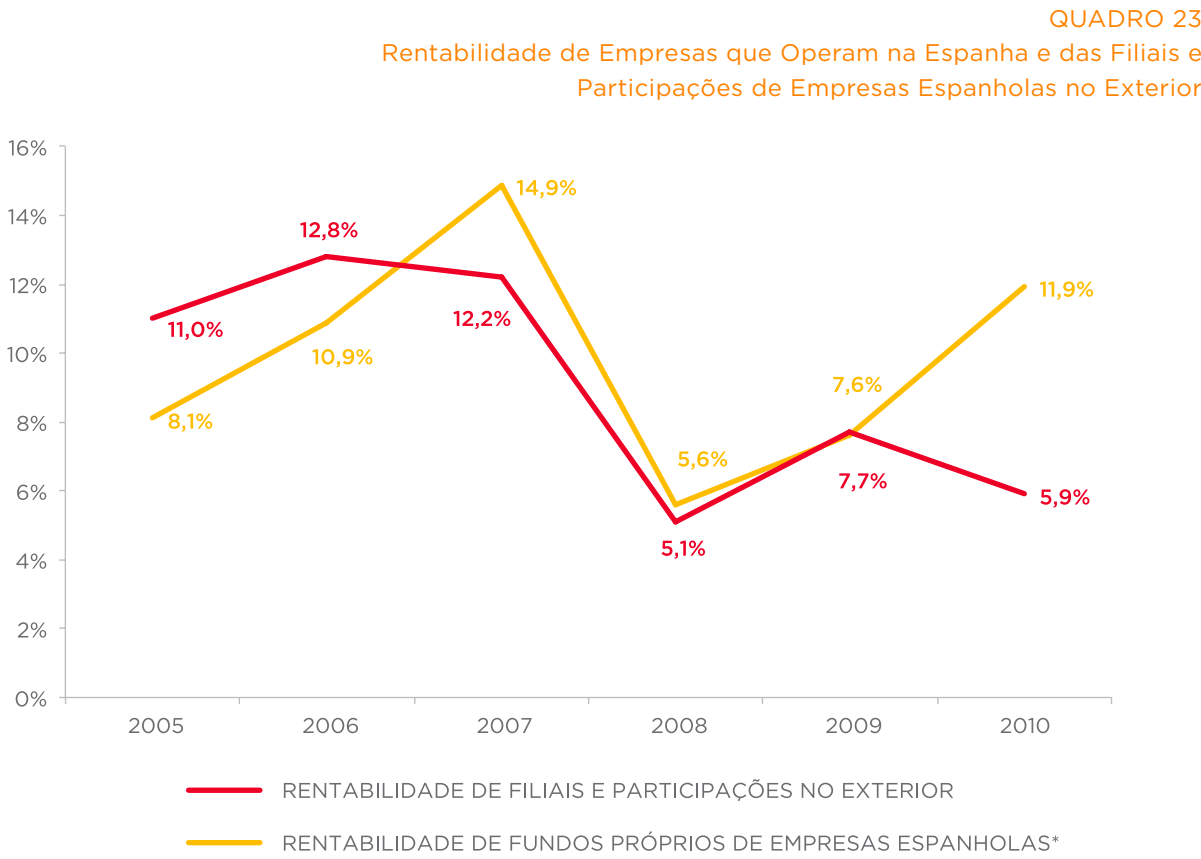


Fonte: DataInVex.

EVOLUÇÃO DOS RESULTADOS DE COLIGADAS NO EXTERIOR DE MULTINACIONAIS ESPANHOLAS

Muito tem sido veiculado sobre as empresas espanholas que mantêm operações fora do país e que têm obtido resultados melhores do que aquelas que se fixaram somente dentro dele, principalmente após a crise econômica. Essa afirmativa pode ser verdadeira devido a questões financeiras, conforme apresentado na seção anterior ou devido diretamente à rentabilidade da operação em si, o que também tem se mostrado verdadeiro.

Como se pode observar no Quadro 23, entre 2005 e 2009, tanto as empresas instaladas na Espanha, como as filiais e participações proporcionaram resultados satisfatórios de rentabilidade com relação ao capital investido, com pequena vantagem para a segunda. Entretanto, a principal diferença se deu a partir em 2010, com a recuperação mais acelerada da rentabilidade das empresas filiais e participações, em contraste com a queda das empresas espanholas. Este resultado encontra-se em linha com o fraco processo de recuperação macroeconômico e microeconômico espanhol de 2010.



Fonte: Banco da Espanha e DataInvox. *Apenas as empresas incluídas na Central de Balanços do Banco de España.

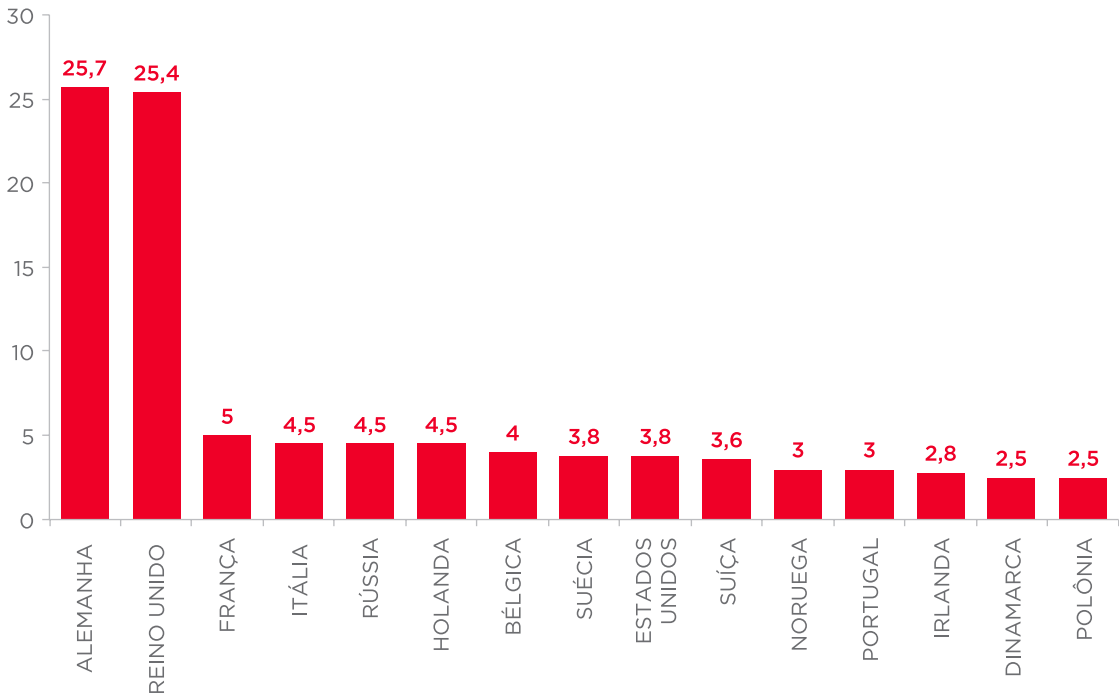
4.3 O TURISMO NO CONTEXTO DE CRISE

A Espanha é historicamente um dos principais destinos turísticos do mundo, seja em número de turistas ou receita. Pelo fato de o turismo ser um serviço que pode ser adquirido por consumidores estrangeiros, era esperado que esse setor fosse uma importante fonte de renda para o país em um

momento de crise. Entretanto, como os hóspedes recebidos na Espanha são em sua grande maioria residentes do próprio país ou de outros países europeus, que também vivem um momento de crise econômica, a economia do turismo acabou não se mostrando um fator relevante para a recuperação da economia espanhola. O Quadro 24 apresenta a distribuição dos cidadãos estrangeiros residentes na Espanha, por país de origem.

QUADRO 24

Distribuição dos Cidadãos Estrangeiros Residentes na Espanha, Segundo os Países de Origem, em 2012



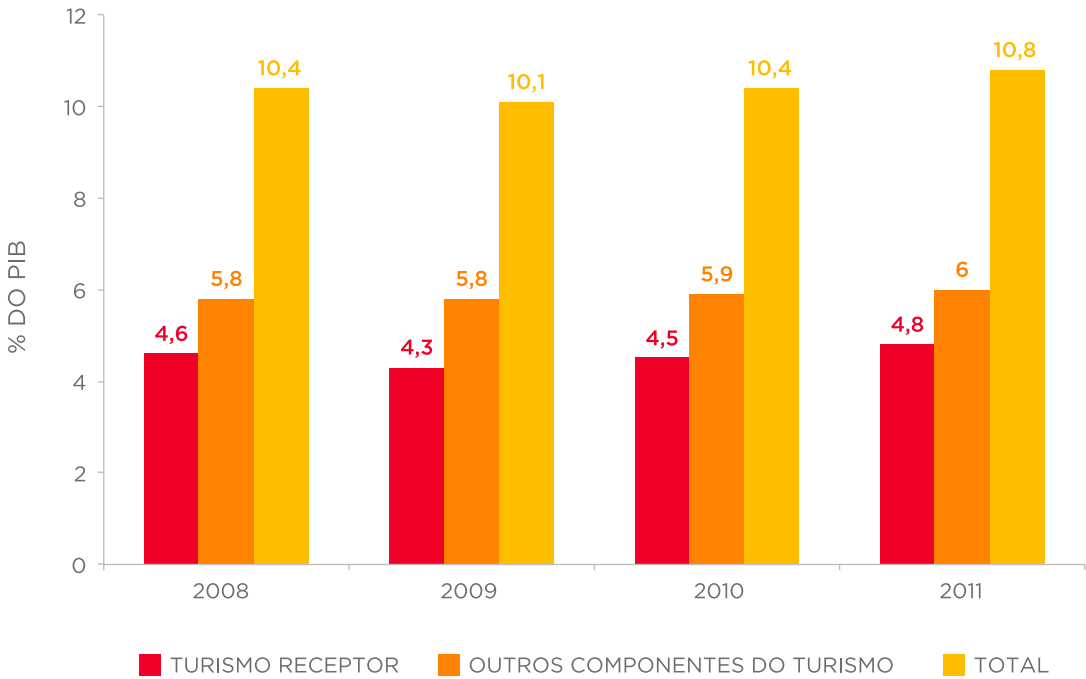
Fonte: Instituto Nacional de Estatística - INE.

Diante da crise e em consequência desses fatores, a atividade de turismo sofreu uma queda na participação do setor no PIB (Quadro 25), de 10,4% para 10,1%, entre 2008 e 2009, seguida de uma recuperação em 2011, para 10,8% do PIB, ou seja, apesar de uma queda em 2009, gerada principalmente pelo ajuste negativo dos preços das hospedagens e do menor volume de visitantes estrangeiros e residentes, principalmente esse último, o setor se recuperou e conseguiu aumentar sua participação relativa no PIB.

De fato, o que foi observado foi uma queda de mais de 9,0% entre 2008 e 2012 do número de turista espanhóis, compensado por um crescimento de turistas estrangeiros de 15,3% no mesmo período, o que resultou num crescimento total de turistas de 4,7%.

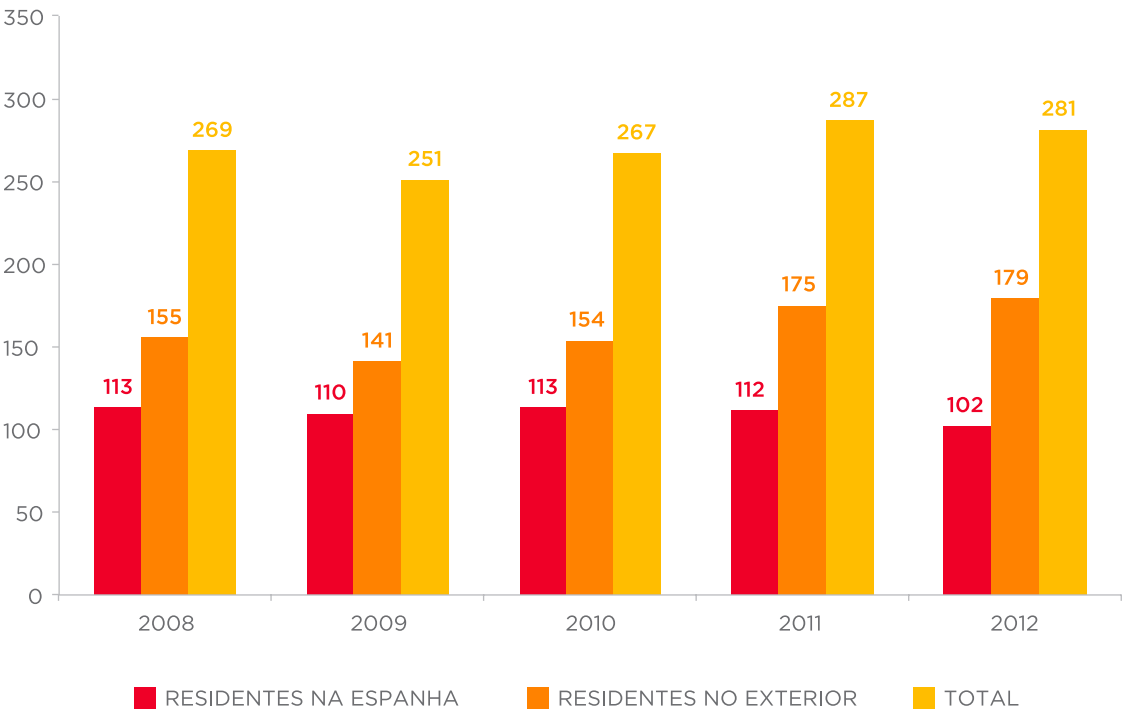
O Quadro 26 apresenta os números das estadias em hotéis por ano na Espanha, tanto de residentes espanhóis, quanto de residentes no exterior.

QUADRO 25
Participação de Setores Seleccionados no PIB (% do PIB)



Fonte: Instituto Nacional de Estatística - INE.

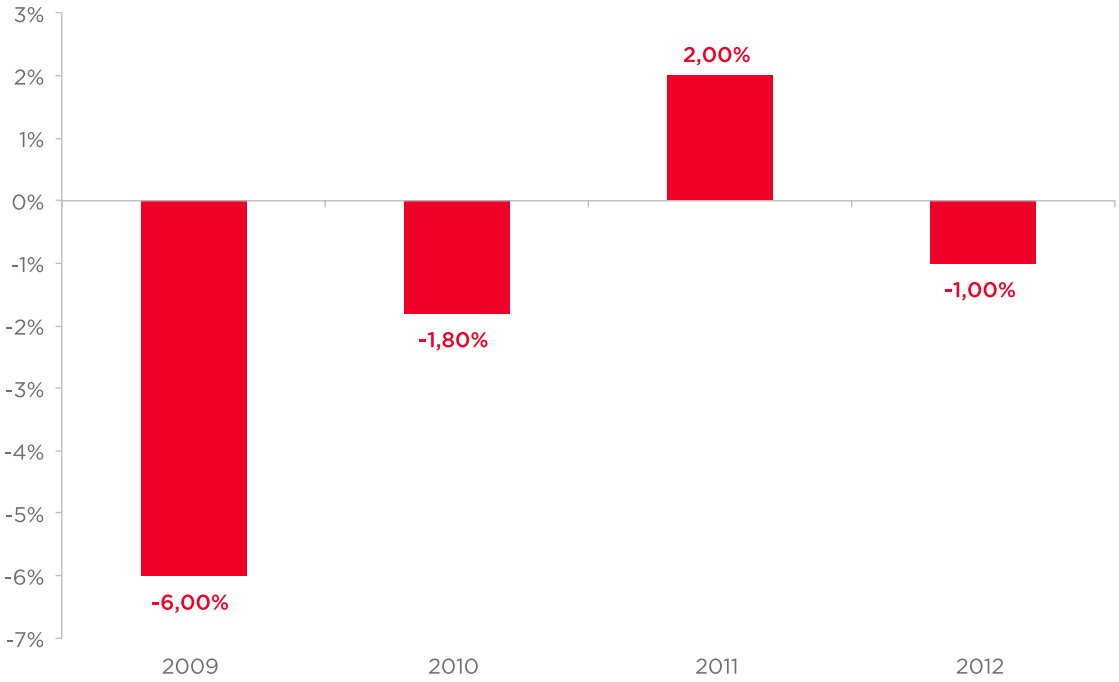
QUADRO 26
Estadias em Hotéis por Ano por Origem na Espanha (Milhões)



Fonte: Instituto Nacional de Estatística - INE.

Além disso, ao analisar os preços praticados (Quadro 27), pode-se mencionar que houve uma queda significativa nos preços dos hotéis, o que impactou negativamente o setor de acomodações, uma das principais receitas do setor.

QUADRO 27
Índice de Preços de Hotéis



Fonte: Instituto Nacional de Estatística - INE.

5. INVESTIMENTOS NO EXTERIOR DAS EMPRESAS ESPANHOLAS

5.1
A EVOLUÇÃO DO REGIME DE INVESTIMENTOS ESTRANGEIROS DIRETOS NA ESPANHA

A entrada da Espanha na Comunidade Econômica Europeia (em 1986), a criação do Mercado Único Europeu (em 1993), da União Econômica e Monetária (em 1996) e a introdução do euro (em 1999) foram decisivas para que o país se tornasse um participante relevante nos fluxos de investimentos internacionais. Em especial, o processo de liberalização do mercado espanhol, iniciado em 1997, seguiu as diretivas do Mercado Único Europeu. Na mesma ocasião, as grandes empresas estatais espanholas, funcionando em setores oligopolizados, como telecomunicações (Telefónica), energia elétrica (ENDESA), petróleo e gás natural (REPSOL e Gas Natural) e os grandes bancos (Santander e BBVA), trataram de se posicionar em países cujos mercados permitissem ganhar tamanho, competitividade e rentabilidade e, desse modo, melhor enfrentar a entrada na Espanha de grandes concorrentes internacionais.

O governo teve papel relevante nesse processo, promovendo a formação de grandes empresas no setor de serviços, por meio de fusões e absorções, erguendo barreiras para proteger o mercado interno e estimulando os investimentos internacionais das empresas espanholas. A orientação desses fluxos para a América Latina esteve relacionada ao processo de privatização de empresas estatais na região. Os administradores das empresas espanholas foram indicados pelo governo e realizaram sua expansão para a América Latina no quadro de uma estratégia mais ampla, que incluiu a ajuda do governo espanhol no financiamento da tomada de controle de empresas, especialmente no Brasil e no México, provendo empréstimos e financiamentos. O governo tratou ainda de garantir que os bancos Santander e BBVA se tornassem os maiores acionistas dessas empresas e tivessem controle sobre a gestão de outras empresas importantes. Além disso, a assinatura entre o governo espanhol e governos latino-americanos de acordos bilaterais de promoção recíproca e proteção de investimentos fortaleceu a estratégia de internacionalização das empresas, reduzindo seu risco e associando sua presença ao crescimento do interesse diplomático da Espanha na região.

No fortalecimento das empresas espanholas no mercado interno destaca-se:

- Para o setor de telecomunicações, o governo postergou até 1998 a liberalização do setor, quando a Telefónica já tinha se tornado uma empresa grande e competitiva, com investimentos rentáveis no exterior, especialmente na América Latina;
- No setor de petróleo e gás, a REPSOL também foi preservada de concorrência na Espanha, com restrições à entrada de concorrentes; e
- No setor de energia elétrica, em 2006, quando a empresa alemã E.ON (de energia elétrica e gás natural) tentou absorver a ENDESA, o governo atenuou a ação da E.ON, introduzindo a empresa espanhola Acciona, no quadro de um consórcio com a Enel (estatal italiana de energia) para participar do controle da ENDESA.

O governo estabeleceu um longo processo, iniciado na década de 1980, para proteger as empresas de energia elétrica de problemas financeiros. Esta estratégia envolveu preços de energia elétrica negociados, financiamentos e a transferência das instalações mais ineficientes para a estatal ENDESA. Outro incentivo financeiro do governo foi uma lei especial que permitiu às empresas compensar 30,0% dos custos ‘goodwill’ de qualquer compra de empresa estrangeira com isenção de imposto¹⁹. Este subsídio oculto ajudou empresas espanholas a superar seus concorrentes.

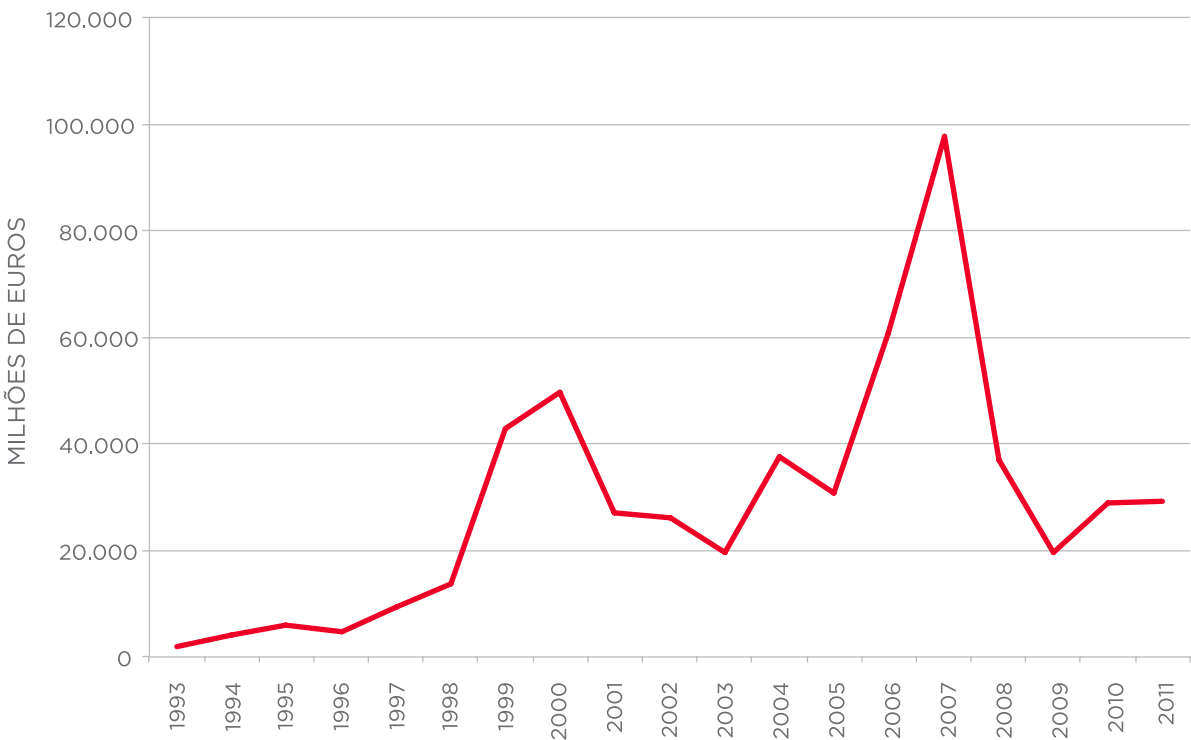
¹⁹ ‘Goodwill’ é definido como a diferença entre o valor dos ativos e o preço pago de fato.

Na década de 1970, a abertura comercial da economia espanhola²⁰ era pequena (10,5% do PIB), passando a 30,0% do PIB na década de 1980. Cabe assinalar duas características relevantes da década de 1990:

- A abertura ao exterior da economia espanhola (60,0% do PIB)²¹; e
- A internacionalização de suas empresas e, com elas, o surgimento de multinacionais espanholas e a ampliação dos investimentos estrangeiros diretos (IEDs)²² do país.

A principal referência para avaliar a evolução dos investimentos das empresas espanholas no exterior são as estatísticas do governo espanhol sobre os IEDs, publicadas periodicamente pela Secretaría de Estado y Comercio do Ministerio de Economía y Competitividad. Parte substancial das informações e dados relativos aos IEDs da Espanha provêm dessa fonte.

QUADRO 28
Investimentos Estrangeiros Diretos (IEDs), Espanha (1993-2011)



Fonte: DataInVex (Ministerio de Economía y Competitividad), Espanha.

Segundo o Quadro 28, o período 1993-2000 marcou a primeira fase dos investimentos diretos internacionais das empresas espanholas (13,1 bilhões de euros, excluídas as ETVEs)²³, orientado principalmente para a América Latina (61,0% do total), seguido pelos países mais desenvolvidos da

²⁰ importações + exportações/PIB.

²¹ Em 2005, a abertura da economia espanhola atingiu 65,0% do PIB, estando entre as dez economias mais abertas do mundo.

²² O Fundo Monetário Internacional define IED como um investimento que resulta na propriedade de 10,0% ou mais de uma empresa.

²³ ETVEs (Entidades de Tenencia de Valores Extranjeros) são sociedades cuja existência obedece a estratégias de otimização fiscal dentro de um mesmo grupo empresarial. Considera-se que, em muitos casos, os investimentos das ETVEs não têm efeito econômico direto.

União Europeia²⁴ (22,5%), Estados Unidos e Canadá (9,0%). Os IEDs se ampliaram em 1996 e, em 1999, a Espanha tornou-se o maior investidor da América Latina e o sexto investidor mundial com 42,845 bilhões de euros. No ano 2000, os fluxos de IEDs atingiram seu auge com 49,701 bilhões de euros (10,0% do PIB do país), a maior parte na América Latina. Os investimentos declinaram entre 2001-2004 para voltar a crescer depois de superada a crise que afetou a região, manifestada especialmente na Argentina. Na segunda fase (2001-2006), os investimentos totais alcançaram 26,8 bilhões de euros (excluídas as ETVEs), dos quais 16,0% na América Latina, 67,0% na UE-15 e 6,4% nos Estados Unidos e Canadá.

Ao longo da década de 1990, as empresas espanholas se internacionalizaram, especialmente a partir de seus investimentos na América Latina, tornando-se líderes em seus setores. A partir da década de 2000, teve início uma segunda etapa na internacionalização dessas empresas, que passaram a buscar os países da OCDE e da Ásia, globalizando o alcance das empresas espanholas. Nesse processo, as empresas espanholas não apenas se internacionalizaram, como também, em muitos casos, se diversificaram, investindo em setores de ponta, com introdução de avanços tecnológicos. Entre os exemplos relevantes, na área de energias renováveis eólica e solar, cabe citar Acciona, GAMESA (equipamentos de geração eólica) e ABENGOA (equipamentos de geração solar). No setor de crédito e seguro exportador, a MAPFRE se desenvolveu na América Latina e se expande a novos mercados. No setor de infraestrutura e concessões, as empresas OHL e ACS se internacionalizaram.

Em 2011, três das cinco maiores empresas da Espanha em termos de capitalização, quais sejam, Telefónica, Banco Santander e BBVA, tiveram na América Latina lucro superior ao que obtiveram na Espanha, tornando a região sua principal fonte de lucro.

5.2 A ESCOLHA DOS SETORES MAIS DINÂMICOS (TAMANHO E COMPETITIVIDADE)

Os investimentos de empresas espanholas no exterior foram liderados por um conjunto de empresas (notadamente, Telefónica, ENDESA, IBERDROLA, REPSOL e Gas Natural) e dois bancos (Santander e BBVA), no quadro de uma estratégia orientada ao melhor aproveitamento e valorização das vantagens competitivas resultantes da aplicação/transferência da experiência acumulada por essas empresas na Espanha, ao longo da década de 1980, nos setores financeiro, de telecomunicações, de energia e de infraestrutura. Esses setores contaram com quase 70,0% dos investimentos diretos da Espanha na América Latina.

Por outro lado, como a liberalização na América Latina, em alguns casos, precedeu a liberalização na Espanha (notadamente o setor elétrico, que foi liberalizado na Espanha apenas em 2007), as empresas espanholas puderam aprender a operar no novo ambiente. Além disso, a modernização necessária na Espanha para adaptar o setor de serviços do país a padrões competitivos, por meio da introdução de novos serviços, tecnologias e produtos, foi aplicada na América Latina para garantir a competitividade das empresas espanholas. A participação dos bancos Santander e BBVA na estrutura acionária das empresas facilitou alianças e empresas conjuntas entre elas. Por exemplo, a implantação de usinas de geração elétrica movidas a gás natural a ciclo combinado entre REPSOL e IBERDROLA permitiu o fornecimento firme de gás natural por REPSOL e estabilidade na demanda do produto por IBERDROLA.

Ao longo da década 2001-2011, os IEDs da Espanha no exterior atingiram US\$ 57 bilhões por ano, tendo alcançado um máximo de US\$ 137 bilhões em 2007 e sofrendo os efeitos da crise econômica

e financeira de 2008. A recuperação desses investimentos em 2010-2011, ao nível de US\$ 40 bilhões anuais, evidencia dois aspectos relevantes:

- As melhores condições apresentadas pelas economias de alguns países da América Latina (que receberam US\$ 20 bilhões anuais no período) e da Ásia; e
- A rentabilidade das filiais das empresas espanholas na América Latina, que foi superior àquela apresentada na Espanha, ampliando seu valor estratégico e a realização de novos investimentos.

Cabe evidenciar o caráter inovador dos investimentos espanhóis e a transferência dos processos de gestão e os modelos de negócio. Entre as causas do sucesso da expansão das empresas espanholas, estão:

- A capacidade de adaptação das plataformas tecnológicas das empresas;
- Os processos de desenvolvimento comercial;
- Os sistemas de risco;
- Os recursos humanos;
- O conhecimento adquirido pelas empresas sobre o funcionamento dos mercados de renda média (que foi o caso da Espanha durante mais de 25 anos); e
- A capacidade de transferir e adaptar esse conhecimento ao contexto latino-americano.

5.3 A IMPORTÂNCIA DOS INVESTIMENTOS NA AMÉRICA LATINA

As informações contidas neste tópico foram obtidas em publicações da Comissão Econômica para América Latina e Caribe (CEPAL). Ao longo da década 2001-2011, a Espanha se consolidou como o principal país da Europa a investir na América Latina, tendo acumulado mais de US\$ 110 bilhões em investimentos destinados, principalmente, aos setores financeiro, energético, de telecomunicações e infraestrutura, que foram orientados, em 85,0%, ao Brasil, México, Chile e Argentina. A crise financeira global de 2008 teve efeitos negativos que contagiaram o conjunto dos fluxos de investimento internacionais orientados para a América Latina, inclusive os investimentos das empresas espanholas. Em especial, a crise de 2008 reduziu o fluxo de IEDs das empresas espanholas tanto para seu financiamento no mercado interno, quanto para o financiamento da expansão internacional das empresas. No entanto, ainda que em menor escala, as principais empresas espanholas prosseguiram na estratégia de ampliação de sua presença nos mercados externos (por exemplo, com a aquisição pela Telefónica de 50,0% da VIVO, que eram de propriedade da Portugal TELECOM).

Em 2010, os investimentos da Espanha corresponderam a 4,0% do total dos IEDs na América Latina, enquanto os Estados Unidos proviam 17,0% do total, a Holanda, 13,0% e a China 9,0%. Em 2011, apesar da crise da Zona do Euro e das dificuldades enfrentadas pela economia espanhola, os recursos providos pela Espanha foram de US\$ 21,7 bilhões, correspondendo a 14,0% do total dos investimentos diretos recebidos pela América Latina e Caribe.

As mudanças regulatórias (privatização e liberalização) em países da América Latina a partir de 1989 e o tamanho do mercado potencial foram decisivos para atrair a maior parte dos investimentos diretos de empresas espanholas durante a primeira metade da década de 1990. O período 1990-1995 foi crucial para o desenvolvimento de uma base de negócios desse núcleo de empresas espanholas na América Latina.

A privatização de empresas estatais dos setores de energia, telecomunicação, petróleo e gás natural em vários países da América Latina (ao longo das décadas de 1980-1990), bem como a liberalização desses mercados, foram uma oportunidade para as empresas espanholas. Como as empresas espanholas desses setores ainda funcionavam em mercados oligopolizados e protegidos da concorrência internacional

²⁴ Chamada também de UE-15.

(particularmente dos países da União Europeia), foi possível utilizar os recursos gerados nesses mercados protegidos e ainda não plenamente liberalizados para ampliar seus investimentos na América Latina. Nesse aspecto, o governo da Espanha teve papel fundamental ao fortalecer a formação de grandes empresas espanholas (muitas delas estatais), erguendo barreiras à concorrência estrangeira no país, promovendo incentivos financeiros aos investimentos diretos dessas empresas no exterior e garantindo a proteção de seus investimentos por meio de acordos assinados com governos da América Latina. A assimetria dos ciclos econômicos da América Latina e da Espanha desde 1985 foi outro fator relevante para o desenvolvimento dos investimentos espanhóis na região.

A maior operação individual de IED de uma empresa espanhola foi realizada pela REPSOL, em 1999, com a compra de 97,4% do capital da estatal Yacimientos Petrolíferos Fiscales (YPF), da Argentina, por US\$ 15,2 bilhões. A empresa resultante, REPSOL YPF, foi a mais afetada pela crise argentina (2002-2003) e pela política do governo de controle do preço dos derivados no país e de tributação sobre o petróleo exportado. Em 2012, a controvérsia sobre a política de investimentos da REPSOL na Argentina resultou na decisão, pelo governo argentino, de expropriar os ativos da empresa.

5.4
PADRÕES DE INVESTIMENTO DAS EMPRESAS ESPANHOLAS

Quase metade dos IEDs da Espanha tem por destino países mais desenvolvidos da União Europeia (UE-15). No período 2003-2008, os investimentos espanhóis tiveram um crescimento superior ao do período anterior e ampliaram sua orientação geográfica, dirigindo-se preferencialmente aos países da Europa dos 15 (UE-15), assim como para o Norte da África, China e bacia do Pacífico.

No período 1993-2000, os IEDs das empresas espanholas na América Latina correspondiam a 60,0% dos investimentos realizados no setor de serviços, enquanto na década 2001-2010 essa proporção caiu para 10,5%. Esse padrão de investimento das empresas espanholas se deveu à complementação dos fluxos de investimento para os países mais desenvolvidos da União Europeia (UE-15), Estados Unidos e Canadá, bem como a uma diversificação gradual com um maior volume de investimento destinado ao setor industrial (26,9% do total).



De modo simplificado, na década de 1990, o padrão de investimento internacional das empresas espanholas foi movido por bancos, empresas de telecomunicação, de seguro, energia elétrica, petróleo e gás natural, e água, com grandes operações de aquisição em 1999-2000. No período 2001-2003, ainda que o quadro geral fosse marcado por uma redução no ritmo da atividade econômica internacional, as grandes empresas espanholas mantiveram o nível de investimento da década de 1990. De fato, ao longo do período 2000-2010, ampliou-se o número de empresas espanholas que internacionalizaram suas atividades, embora a participação das grandes empresas no volume de investimentos internacionais seja maior.

Ao longo do período 2000-2011, as principais empresas espanholas desenvolveram uma estratégia de complementação (e não de reorientação) à sua presença na América Latina, investindo nos mercados da União Europeia, Estados Unidos, Ásia e bacia do Pacífico. Os resultados obtidos na América Latina contribuíram, em grande parte, para a expansão das empresas espanholas para novas áreas. Além disso, o desempenho das economias da América Latina em relação à crise financeira de 2008 permitiu que se mantivessem atrativas para os investimentos diretos internacionais.

QUADRO 29
Investimentos Estrangeiros Diretos (IED) na América Latina:
da Espanha e de Países Selecionados (2001-2010, em Milhões de Dólares)

| ANO | ESPANHA | FRANÇA | REINO UNIDO | ALEMANHA |
|------|---------|--------|-------------|----------|
| 2000 | 21,00 | 3,56 | 521,00 | 2,51 |
| 2001 | 9,12 | 5,83 | 2,01 | -49,00 |
| 2002 | 4,88 | 1,22 | 2,53 | -396,00 |
| 2003 | 2,52 | -1,27 | 3,03 | -283,00 |
| 2004 | 11,38 | 421,00 | 6,25 | 2,90 |
| 2005 | 6,87 | 2,14 | 720,00 | 1,87 |
| 2006 | 9,17 | 2,63 | 4,07 | 2,62 |
| 2007 | 18,27 | 2,17 | 3,23 | 2,38 |
| 2008 | 19,95 | 5,26 | 3,14 | 13,00 |
| 2009 | 5,78 | 5,35 | 1,09 | 646,00 |
| 2010 | 2,89 | 5,25 | 3,81 | 2,34 |

Fonte: Comissão Econômica para América Latina e Caribe (CEPAL).

No período 1993-2009, os países da UE-15 receberam 55,0% dos IEDs de empresas espanholas, os países da América Latina, 25,5% dos investimentos, Estados Unidos (9,5%), UE-12 (5,0%), Ásia e bacia do Pacífico (2,0%) e Norte da África (1,0%). Como exemplo, o Quadro 29 apresenta, em valores absolutos, o IED na América Latina advindos da Espanha e de países selecionados da Europa.

O México aparece como o principal destino (38,0%) dos investimentos diretos internacionais das empresas espanholas ao longo da década de 2000-2011. No entanto, esse resultado não leva em conta dois investimentos relevantes para as empresas espanholas no Brasil, que foram contabilizados como investimentos na Europa. O primeiro é a compra do ABN-Amro pelo Banco Santander (que visava à aquisição do Banco Real) por 12 bilhões de euros, e o outro, a compra de 50% da VIVO (pertencentes à Portugal TELECOM) pela Telefónica por 7,5 bilhões de euros. De fato, a inclusão do volume dessas duas aquisições torna o Brasil o principal destino dos investimentos espanhóis internacionais ao longo da década.

A expansão resultante dos IEDs da Espanha pode ser complementada pelo número de filiais ou empresas com participação de capitais da Espanha. Segundo o Observatorio de la Empresa Multinacional Española (OEME), ao final de 2007, 75,0% delas se concentravam em 15 países:

- Portugal (715);
- México (470);
- França (437);
- Estados Unidos (371);
- Brasil (307);
- Alemanha (247);
- Itália (243);
- Reino Unido (235);
- Argentina (233);
- Chile (161);
- Marrocos (142);
- Holanda (122);
- Polônia (114);
- China (104); e
- Colômbia (90).

Cabe lembrar que, nos países da América Latina, as empresas espanholas implantaram uma presença articulada de filiais interrelacionadas. Em 2007, foi gerado na América Latina 30,0% das receitas das 7 multinacionais mais importante do IBEX 35, o principal índice de referência da bolsa de valores da Espanha, formado pelas 35 empresas com maior liquidez, elaborado por Bolsas y Mercados Españoles (BME).

Ao final de 2010, o IED da Espanha era de US\$ 660,1 bilhões, mais de 20 empresas estavam em posição de liderança no mercado global e o crescimento econômico era movido pelas exportações.

5.5
SETOR BANCÁRIO

I. ORIGEM, EVOLUÇÃO E SITUAÇÃO NA ESPANHA DOS PRINCIPAIS BANCOS

Desde a entrada da Espanha na União Europeia, os bancos BBVA e Santander estiveram confrontados à necessidade de ampliar seu tamanho rapidamente para competir eficientemente com o mercado financeiro europeu e enfrentar a ameaça potencial de uma OPA (Oferta Pública de Ações) por parte de grandes bancos concorrentes. O governo espanhol recomendou o crescimento dos bancos por meio de uma política de fusões para que se tornassem competitivos no Mercado Único Europeu.

Desse modo, a fusão entre o Banco de Bilbao e o Banco de Vizcaya, em 1987, criou o Banco Bilbao Vizcaya (BBV), que absorveu o Argentaria Caja Postal (estatal) e o Banco Hipotecário S.A., em 1999, para formar o Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA). Na sequência, em 1994, o Banco de Santander absorveu o Banesto (que era, na época, o terceiro maior banco da Espanha) e, em 1999, o Banco Central Hispanoamericano (BCH) para criar o SCH.

Além das referências citadas anteriormente, as informações contidas nos tópicos relativos ao setor bancário foram obtidas em relatórios dos bancos e nos trabalhos citados nas Referências Bibliográficas.

II. INVESTIMENTOS DO SETOR BANCÁRIO DA ESPANHA NA AMÉRICA LATINA

A partir de 1995, os bancos BBVA e Santander deram nova dimensão aos investimentos espanhóis na América Latina. Dois aspectos da situação bancária da região determinaram essa escolha:

- O nível de bancarização (isto é, a razão entre o tamanho do crédito de um país em relação ao tamanho de sua economia), que apresentava valores relativamente baixos e potencial de crescimento (exemplo: México 25,0%, Brasil 36,5% (Fonte: Banco Central do Brasil), Colômbia 40,0% diante de Estados Unidos com 90,0% e Espanha com 98,0%); e
- As margens de mediação financeira eram elevadas e superiores às de países mais desenvolvidos (5,0% em média no período 1993-1996) ou mesmo do Leste Europeu (3,5%) e da Ásia (3,2%), definindo uma oportunidade para a entrada dos bancos espanhóis.

Além disso, o número de contas per capita, em 1998, era de 0,9 no Chile, o país da América Latina com o número mais elevado, indicando potencial de crescimento comparado ao número de contas *per capita* nos Estados Unidos (2,6).

Visando apenas os bancos comerciais da região, os dois bancos seguiram estratégias distintas em sua penetração e expansão na América Latina. O BBVA partiu de acordos com sócios locais, dos quais adquiria de 30 a 40,0% das ações e depois gradualmente ampliava sua parcela de propriedade, mantendo controle majoritário e garantindo a gestão. Em contrapartida, o Santander realizou compras buscando o controle majoritário desde o início, para dispor do controle e gestão totais. A implantação do Mercado Único Europeu, da União Econômica e Monetária e o lançamento do euro foram fundamentais para a penetração do setor financeiro espanhol nos mercados europeu e norte-americano. Além disso, os dois bancos puderam participar do processo de fusões internacionais com impacto na América Latina.

De modo decisivo, a expansão das empresas espanholas na América Latina contou com o apoio financeiro dos bancos Santander e BBVA, que teve início na década de 1990, quando os dois bancos participaram da privatização de empresas estatais, comprando o bloco de controle da REPSOL, Telefónica, Gas Natural, IBERDROLA, ENDESA e Union Fenosa. Cabe indicar que a diversificação geográfica dos bancos Santander e BBVA teve bom resultado e permitiu que escapassem relativamente ilesos da crise bancária. Em 2008, os dois grandes bancos, Santander e BBVA, enfrentaram dois desafios:

- Viabilizar o recurso aos serviços financeiros às camadas da população que não tinham acesso a eles, contribuindo para a ampliação da classe média; e
- Integrar no sistema financeiro formal os recursos que utilizavam de canais informais, melhorando a eficiência empresarial.

As principais aquisições realizadas por bancos espanhóis na América Latina, no período entre 1990 e 2011, estão representadas no Quadro 30.



QUADRO 30
Principais Aquisições Realizadas por Bancos Espanhóis na América Latina
(1990-2011, em Milhões de Dólares)

| ANO | COMPRADOR | ADQUIRIDO | PAÍS | VALOR |
|------|-----------------|-----------------------------------|-----------|-------|
| 2004 | BBVA | BANCOMER (38,4%) | México | 3.888 |
| 2000 | Banco Santander | BANESPA (30,0%) | Brasil | 3.581 |
| 2000 | Banco Santander | Grupo Financiero SERFIN | México | 1.543 |
| 2000 | BBVA | BANCOMER (20,5%) | México | 1.400 |
| 2001 | Banco Santander | BANESPA (20,0%) | Brasil | 1.162 |
| 2000 | Banco Santander | Banco BOZANO SIMONSEN | Brasil | 1.000 |
| 1996 | Banco Santander | Banco OSORNO Y LA UNIÓN | Chile | 881 |
| 1998 | BBVA | Banco EXCEL ECONÔMICO | Brasil | 878 |
| 2000 | Banco Santander | Banco MERIDIONAL DO BRASIL | Brasil | 835 |
| 1999 | Banco Santander | O'HIGGINS CENTRAL HISPANO (50,0%) | Chile | 600 |
| 1997 | Banco Santander | Banco RÍO DE LA PLATA | Argentina | 594 |
| 2001 | BBVA | BANCOMER (9,0%) | México | 555 |

Fonte: Comissão Econômica para América Latina e Caribe (CEPAL).

III. INVESTIMENTOS DO SETOR BANCÁRIO DA ESPANHA EM OUTROS PAÍSES

Em 2005, a integração do setor bancário na Europa foi liderada por bancos espanhóis, com a aquisição do ABBEY National Bank (Reino Unido) pelo Santander Centro Hispano por 15 bilhões de euros e pela tentativa de compra do BNL (Itália) pelo BBVA.

IV. A INTERNACIONALIZAÇÃO DOS PRINCIPAIS BANCOS DA ESPANHA

Santander (SCH)

O Banco Santander está presente em vários países, especialmente no Reino Unido (onde possui os bancos ABBEY, Bradford & Bingley e Alliance & Leicester), na Alemanha, Brasil, México e Estados Unidos. Em 2010, o Santander ampliou sua presença no Reino Unido com a aquisição de 318 agências do banco estatal Royal Bank of Scotland (RBS), passando a ter cerca de 1.640 agências e formando a quarta maior rede bancária no país, com uma parcela de mercado de 5,0%. Ainda em 2010, comprou a rede de agências do Skandinaviska Enskilda Banken (SEB), na Alemanha, duplicando o tamanho da rede de agências Santander no país. No mesmo movimento de expansão de suas atividades no mercado da Europa, o Santander adquiriu o Bank Zachodni, terceiro maior banco da Polônia, valorizado pelo fato de que este país não está em recessão.

Em 2011, o Santander obteve mais da metade de seu lucro na América Latina, principalmente a partir do Brasil, México e Chile (onde foi o maior banco nesse ano). Sua estratégia no Brasil passou pela compra do Banespa e, no México, pela compra do Serfin. Em 2011, havia cerca de 5.900 agências do Santander na América Latina e 4.985 na Espanha.

A aquisição do ABN Amro pelo Santander junto a seus sócios Royal Bank of Scotland e Fortis, permitiu que ganhasse uma posição de destaque no sistema bancário do Brasil, acrescido por sua fusão com o Banespa (em 2010), que o tornou o terceiro banco privado do país em volume de depósitos, com 1.900

agências e 13 milhões de correntistas. A proximidade linguística e cultural com os países da América Latina também facilitou a dinâmica de investimentos e a aplicação de critérios de gestão.

BBVA

O BBVA (Banco Bilbao Vizcaya Argentaria) começou sua internacionalização em 1902, quando o Banco Bilbao abriu em Paris a primeira filial de um banco europeu, e, em 1918, em Londres, a primeira filial de um banco espanhol. Em 1968, implantou no Panamá o primeiro escritório de representação. Ao longo da década de 1970, o Banco Bilbao, o Banco de Vizcaya e o Banco Exterior foram ganhando dimensão internacional com a instalação de escritórios nas principais capitais financeiras da Europa, América e Ásia. Até então, mesmo com filiais em outros países, o maior volume de negócios ocorria na Espanha.

Em 1977, o sistema financeiro espanhol passou por um processo de modernização e liberalização, que reforçou as condições, com o objetivo que os grandes bancos espanhóis entrassem em nova fase de diversificação geográfica. Em 1988, a fusão entre o Banco de Bilbao e do Banco de Vizcaya criou o Banco Bilbao Vizcaya (BBV) e, em 1999, a fusão com Argentaria criou o BBVA. A expansão para a América Latina oferecia as melhores condições tanto demográficas (um mercado de 450 milhões de clientes atendidos por bancos), quanto bancárias.

Na América Latina, o BBVA aplicou uma estratégia de acordos com sócios locais e alianças estratégicas envolvendo a aquisição de participações acionárias de controle majoritário, que garantiam a gestão das empresas e uma expansão rápida a partir da experiência do sócio local. Esse processo resultou no controle do Banco Continental do Peru (1995), Probursa, México (1995), Banco Ganadero, Colômbia (1996), Banco Provincial de Venezuela (1997), Banco BHIF, Chile (1998), Banco Excel Econômico, Brasil (1998) (absorvido pelo Bradesco em 2003) e a aquisição do BANCOMER, México (2000), na operação mais importante do BBVA, investindo 3,5 bilhões de euros e chegando a uma participação de 59,4% no BANCOMER.

Com a recuperação da confiança dos mercados a partir de 2003, deu-se início a uma nova fase de investimentos, com a aquisição da Hipotecária Nacional, México (2004), Granahorrar, Colômbia (2005), Financeira Fórum, Chile (2006), chegando a um total de US\$ 14,332 bilhões em 2008.



QUADRO 31
Principais Subsidiárias do BBVA (2011)

| SUBSIDIÁRIA | PAÍS | ATIVIDADE | PARTICIPAÇÃO | TOTAL DOS ATIVOS (BILHÕES DE EUROS) |
|---|----------------|-----------|--------------|-------------------------------------|
| BBVA BANCOMER, S.A. de C.V. | México | Banco | 100,0% | 69.158 |
| COMPASS Bank | Estados Unidos | Banco | 100,0% | 52.565 |
| BBVA Seguros, S.A. de Seguros e Reaseguros | Espanha | Seguros | 99,9% | 13.987 |
| Banco Provincial S.A. - Banco Universal | Venezuela | Banco | 55,6% | 12.906 |
| Banco Bilbao Vizcaya Argentaria Chile | Chile | Banco | 68,2% | 12.489 |
| Banco Continental | Peru | Banco | 46,1% | 12.118 |
| BBVA Colômbia | Colômbia | Banco | 95,4% | 10.391 |
| Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (Portugal) | Portugal | Banco | 100,0% | 7.140 |
| BBVA Banco Frances | Argentina | Banco | 76,0% | 6.736 |
| Banco Bilbao Vizcaya Argentaria Puerto Rico | Porto Rico | Banco | 100,0% | 3.848 |
| Pensiones BANCOMER, S.A. de C.V. | México | Seguros | 100,0% | 2.669 |
| Seguros BANCOMER, S.A.de C.V. | México | Seguros | 100,0% | 2.544 |
| Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (Panamá) | Panamá | Banco | 98,9% | 1.670 |
| BBVA Suíça, S.A. (BBVA Switzerland) | Suíça | Banco | 100,0% | 1.458 |
| UNO-E Bank | Espanha | Banco | 100,0% | 1.368 |
| BBVA Paraguai | Paraguai | Banco | 100,0% | 1.294 |

Fonte: Comissão Econômica para América Latina e Caribe (CEPAL).

Em 2008, o BBVA administrava as pensões de 12,4 milhões de pessoas em sete países (México, Argentina, Colômbia, Peru, Chile, Bolívia e Equador), por meio de suas administradoras de fundos de pensão, atendendo 18,0% do total do mercado, com a gestão de um patrimônio de US\$ 63,489 bilhões ou 23,0% dos recursos totais do sistema de pensões da América Latina.

No setor bancário, a posição de liderança do BBVA na América Latina permitiu participar dos fluxos comerciais e de capital entre países da Ásia (China e Índia) e países da Europa e Estados Unidos. O aprendizado que o BBVA teve na América Latina facilitou sua expansão nos Estados Unidos e na Ásia, principalmente na China, tornando-se um banco global.

Em 2011, em termos de depósitos totais, o BBVA era o maior banco do México. Seu lucro no México foi superior ao obtido na Espanha. O Quadro 31 apresenta as principais subsidiárias do BBVA em 2011.

A estratégia de expansão do BBVA partiu de suas áreas de crescimento (Espanha, México e América do Sul) para as áreas em que se encontravam oportunidades de criação de valor, especialmente nos Estados Unidos (o principal investidor estrangeiro direto na Espanha) e na China. Em 2004, o BBVA passou a desenvolver uma orientação de banco global nos Estados Unidos por meio do mercado hispânico, priorizou suas atividades no México (ampliando sua participação no BANCOMER para 97,8% por 3,3 bilhões de euros) e desinvestiu no Brasil, vendendo o Excel Econômico ao Bradesco por cerca de US\$ 816 milhões. Mexicanos e centro-americanos correspondem a cerca de 60% do total de imigrantes que entram anualmente nos Estados Unidos e constituem a principal minoria em termos de poder de compra, além de estar ampliando sua participação em cargos de gestão das empresas. Orientado a esses clientes e valendo-se da liderança que tem no México (com o controle do BANCOMER), o BBVA investiu no mercado de remessas com criação do BANCOMER Transfer Services, que atingiu 40,0% do mercado entre Estados Unidos e México. Interessado no comércio de fronteira entre os dois países, o BBVA adquiriu o Valley Bank (na Califórnia) e Laredo Bank, Texas Regional e State National (no Texas), tornando-se o primeiro banco regional do Texas. Na mesma direção de penetração

nas áreas de fronteira entre Estados Unidos e México (com quase 100 milhões de habitantes), em 2007, o BBVA adquiriu o Compass. Essas condições dão ao BBVA uma posição privilegiada com 35 bilhões de euros de ativos, 667 agências em sete estados (da Califórnia à Flórida) e grande potencial de crescimento. Em 2012, o BBVA BANCOMER foi o quarto banco privado da América Latina.

A expansão do BBVA para a Ásia orientou-se, principalmente, para a China, mas também para Japão, Austrália, Índia, Taiwan, Coreia e Cingapura. A entrada na China foi facilitada pela possibilidade de triangular operações entre América Latina e China. Aproveitando a penetração na América Latina, o BBVA estabeleceu um acordo estratégico com o Grupo CITIC, o maior conglomerado investidor da China, com rede de distribuição, base de clientes, experiência e prestígio. O BBVA possui 15,0% do China CITIC Bank. O acordo com o CITIC foi o maior investimento de uma empresa espanhola na China, que se tornou a única instituição financeira espanhola com capacidade operacional total no país.

Em 10 anos, o BBVA ampliou seu alcance para 31 países, sendo 14 na América Latina, com uma base de 44 milhões de clientes, 8.000 agências e mais de 111.000 empregados, dos quais mais de 70,0% fora da Espanha, especialmente na América Latina. Em 2010, em um movimento importante, o BBVA adquiriu 24,9% de Garanti, o maior banco da Turquia, líder em cartões de crédito e hipotecas. Em 2011, os lucros obtidos na Turquia e no México permitiram ao BBVA compensar a queda nos ganhos na Espanha.

5.6
UTILIDADE PÚBLICA

As informações contidas neste tópico foram obtidas nos sistemas de informação sobre IEDs da Secretaría de Estado y Comercio do Ministerio de Economia y Competitividad, bem como da Comissão Econômica para América Latina e Caribe (Cepal), além dos relatórios anuais das empresas e de trabalhos apresentados nas Referências Bibliográficas.

I. ENERGIA ELÉTRICA

Os investimentos internacionais em energia elétrica na Espanha foram realizados, em um primeiro momento pela então estatal integrada (geração e distribuição) ENDESA e pelas empresas privadas integradas IBERDROLA e Unión Fenosa, em um período que precedeu a entrada do país na Comunidade Econômica Europeia e as regras de abertura à concorrência de empresas de outros países da CEE. A liberalização do mercado elétrico na Espanha teve início em 1998 (quando também foi privatizada a ENDESA) e concluído em 2003, em tempo de preparar-se para a entrada de concorrentes europeus. De fato, o cronograma da União Europeia para a liberalização do setor elétrico fixou em 2007 a abertura das fronteiras de cada país às empresas de outros países.

Em 1989, foram eliminados os monopólios regionais na Espanha, permitindo que as empresas se expandissem ao longo do país. A isso, seguiu-se um processo de concentração, que foi fundamental para consolidar o poder econômico das empresas ENDESA e IBERDROLA (que passaram a controlar 80,0% da geração e distribuição) e Unión Fenosa (com o controle de 14,0% da geração e distribuição). Desse modo, as empresas elétricas dispunham de moderna infraestrutura, capacidade instalada suficiente para atender a demanda e uma base de recursos diversificada formada por hidroeletricidade, carvão, energia nuclear, gás natural e energias renováveis eólica e solar. Nessas condições, eficientes e com liquidez, as empresas ENDESA, IBERDROLA e Unión Fenosa estavam preparadas para investimentos internacionais.

A América Latina apresentou as melhores oportunidades para o investimento internacional dessas empresas, que começaram a operar na região no início da década de 1990 como consultoras. A

experiência que traziam da Espanha (modernização da infraestrutura, absorção de empresas menores e ampliação da oferta de energia elétrica) ajustou-se às condições e necessidades dos sistemas elétricos da região.

A partir de 1996, durante o processo de privatização em vários países, as empresas espanholas dividiram a região. IBERDROLA orientou seus investimentos no Nordeste do Brasil e no México, enquanto Unión Fenosa concentrou-se na América Central e no Caribe. ENDESA investiu na Argentina, Brasil, Colômbia e Peru. Para ampliar suas receitas, as três empresas trataram de aumentar a oferta de energia e melhorar a eficiência das empresas adquiridas (reduzindo os custos operacionais, reduzindo as perdas e aumentando a produtividade). Para isso, construíram novas usinas e ampliaram as existentes, especialmente usinas com turbinas a gás a ciclo combinado (aproveitando REPSOL-YPF como principal fornecedor de gás natural), usinas eólicas e hidrelétricas. Além disso, diversificaram suas participações, investindo em telecomunicações, gás, tratamento de água, controle de poluição e engenharia.

Em 2005, as empresas espanholas tinham cerca de 23 milhões de consumidores na América Latina (quase metade no Brasil) e uma capacidade instalada total na região de 23.172 MW, sendo da ENDESA (14.905 MW), da IBERDROLA (5.544 MW) e da Unión Fenosa (2.723 MW).

As condições existentes na Espanha para as empresas espanholas tornaram possível a dinâmica que seguiam em seus investimentos internacionais. Para compensar os custos do programa nuclear espanhol e ajudar as empresas a modernizar sua infraestrutura, o governo havia dado às empresas empréstimos e financiamentos (incluindo um de US\$ 13,5 bilhões em 1997) que permitiu que pudessem reduzir suas dívidas. Em especial, o governo (por meio da estatal ENDESA) assumiu as atividades menos rentáveis no setor energético, especificamente a rede de distribuição e a central de coordenação.

As empresas elétricas espanholas receberam empréstimos sindicalizados envolvendo, em especial, os bancos BBVA e Santander. A participação do BBVA na ENDESA e IBERDROLA fortaleceu a relação entre as empresas espanholas no setor energético. Além disso, utilizaram crédito de instituições multilaterais e dolarizaram suas transações e converteram dívida em euros. Cabe assinalar que as elétricas espanholas (ENDESA, IBERDROLA e Unión Fenosa) desenvolveram alianças específicas com Telefónica em telecomunicações e com REPSOL-YPF para o fornecimento de gás natural para a geração de energia elétrica. Em 2002, a Gas Natural (subsidiária da REPSOL) comprou as operações de gás natural da IBERDROLA no Brasil por US\$ 165 milhões. O Quadro 32 apresenta as principais aquisições por empresas espanholas no setor elétrico da América Latina, no período entre 1990 e 2011.

QUADRO 32
Principais Aquisições por Empresas Espanholas no Setor Elétrico da América Latina (1990-2011, em Bilhões de Dólares)

| ANO | COMPRADOR | ADQUIRIDO | PAÍS | VALOR |
|------|-------------|--------------|----------|-------|
| 2011 | IBERDROLA | ELEKTRO | Brasil | 2.897 |
| 1999 | ENDESA | ENDESA Chile | Chile | 2.125 |
| 1996 | IBERDROLA | LIGHT | Brasil | 1.700 |
| 1997 | IBERDROLA | COELBA | Brasil | 1.597 |
| 2007 | Gas Natural | USINAS EDF | México | 1.451 |
| 1999 | ENDESA | ENERSIS | Chile | 1.412 |
| 1997 | ENDESA | CODENSA | Colômbia | 1.220 |
| 2000 | IBERDROLA | CELPE | Brasil | 1.004 |

Fonte: Comissão Econômica para América Latina e Caribe (CEPAL).

ENDESA

A ENDESA é a principal empresa do setor elétrico espanhol, atuando na produção, transporte, distribuição e comercialização de energia elétrica, além de ser um operador no setor de gás natural. Em 2011, a ENDESA realizou investimentos totalizando 2,8 bilhões de euros, sendo 47,0% (1,3 bilhão de euros) na América Latina e o restante na Espanha. Em 31/12/2011, seus ativos totais eram de 58,7 bilhões de euros. Sua receita total, em 2011, foi de 32,7 bilhões de euros. O EBITDA atingiu 7,3 bilhões de euros, dos quais cerca de 45,0% (3,3 bilhões de euros) era proveniente de suas atividades na América Latina (sendo, principalmente, 14,0% no Brasil, 13,0% no Chile e 11,0% na Colômbia). Sua estratégia, a partir de 2008, tem sido orientada a atenuar os efeitos da crise global, aproveitando o crescimento na América Latina.

Em 1999, a estratégia de crescimento adotada pela ENDESA na América Latina teve como referência o controle da ENERSIS, holding elétrica do Chile. Na Argentina, ENDESA buscou a aquisição de ativos públicos e privados. Ao mesmo tempo, tratava de consolidar na Espanha um núcleo de acionistas no meio empresarial, que incluía La Caixa, BBV (depois BBVA) e Caja Madrid. Em 1999-2000, apesar de apoiada pela Comissão Nacional de Energia, não foi aprovada pelo governo a fusão entre ENDESA e IBERDROLA, que formaria a maior empresa elétrica da Espanha e ampliaria os recursos para sua participação na América Latina. No entanto, seu tamanho (40,0% da geração e 60,0% da distribuição) comprometeria a concorrência e tornaria necessária a venda de parte de seus ativos, levando à entrada de novas empresas. Cabe assinalar que, em 2000, o CTC (custo de transição à concorrência), instituído pelo governo espanhol para adaptar as empresas elétricas ao mercado livre, foi questionado pela Comissão de Concorrência da União Europeia como sendo, de fato, ajuda do governo, o que contraria a livre concorrência. No entanto, a União Europeia decidiu, mais tarde, não intervir na questão dos CTCs.

O Quadro 33 apresenta uma síntese das participações da ENDESA no exterior, no ano de 2011.

QUADRO 33
Participações da ENDESA no Exterior (2011)

| EMPRESA | ATIVIDADE | PARTICIPAÇÃO | PAÍS |
|------------------------------|--|--------------|------------------|
| TEJO Energia | Empresa geradora elétrica a carvão | 38,9% | Portugal |
| ELECGAS | Empresa geradora elétrica a gás natural | 50,0% | Portugal |
| Cachoeira Dourada | Usina hidrelétrica | 99,6% | Brasil |
| Termelétrica de Fortaleza | Usina de geração elétrica a gás natural | 100,0% | Brasil |
| CIEN | Interligação elétrica entre Brasil e Argentina | 100,0% | Brasil/Argentina |
| AMPLA | Distribuidora de energia elétrica | 99,6% | Brasil |
| COELCE | Distribuidora de energia elétrica | 58,9% | Brasil |
| EMGESA | Maior geradora de energia elétrica do país | 48,6% | Colômbia |
| CONDENSA | Distribuidora de energia elétrica | 48,5% | Colômbia |
| ENDESA Chile | Empresa geradora de energia elétrica | 60,0% | Chile |
| GASATACAMA | Transporte de gás natural (Argentina-Chile) | 50,0% | Chile |
| CHILECTRA | Distribuidora de energia elétrica | 99,2% | Chile |
| Central DOCK SUD | Usina de geração elétrica | 70,0% | Argentina |
| Central Térmica Costanera | Usina de geração elétrica | 69,8% | Argentina |
| Central Hidráulica El Chócon | Usina hidrelétrica | 67,7% | Argentina |
| EDESUR | Distribuidora de energia elétrica (zona sul de Buenos Aires) | 99,4% | Argentina |

(cont.).

| EMPRESA | ATIVIDADE | PARTICIPAÇÃO | PAÍS |
|---------------------------------|--|--------------|-----------------|
| YACYLEC | Transporte de energia elétrica | 22,2% | Argentina |
| Edegel | Empresa geradora de energia elétrica | 83,6% | Peru |
| Empresa Eléctrica de Piura | | 96,5% | Peru |
| EDELNOR | Distribuidora de energia elétrica (zona norte de Lima) | 75,7% | Peru |
| Empresa Proprietaria de LA RED | Construção da interligação elétrica da América Central | 11,1% | América Central |
| Energie Eléctrique de Tahaddart | Empresa geradora elétrica a gás natural | 32,0% | Marrocos |

Fonte: ENDESA.

Em 1998, a ENDESA deixou de ser controlada pelo governo espanhol, mas sua estratégia de internacionalização e investimentos na América Latina esteve relacionada com a orientação política do governo da Espanha. Sua privatização, isto é, maior parte das ações em mãos do setor privado, ocorreu quando passou a controlar a ENERSIS e a ENDESA de Chile, duas empresas privadas chilenas com participação relevante no mercado da América Latina. Em um mesmo movimento, teve lugar a consolidação da ENDESA na Espanha e sua expansão na América Latina.

Na Argentina, a ENDESA tinha uma participação minoritária na empresa EDENOR (a distribuidora de energia elétrica da região norte de Buenos Aires, resultante da privatização e partição da empresa SEGBA) em um processo gradual de compra de ações, chegando a 40,0% do capital e superando a participação da Electricité de France (EdF), que era a operadora e detinha o controle no momento da privatização. No Chile, em 1997, a ENDESA seguiu orientação similar, entrando na holding ENERSIS com participação minoritária, para depois lançar uma oferta pública de ações e passar a controlar a ENERSIS. Em 1999, absorveu a ENDESA de Chile (que não era sua filial, apesar do nome) e, com isso, passou a controlar a EDESUR (distribuidora de energia elétrica da região sul de Buenos Aires, resultante da privatização e partição da SEGBA), além da usina elétrica Costanera, da usina térmica Buenos Aires e da Hidrelétrica El Chocón. Como não poderia controlar as duas distribuidoras de Buenos Aires, a ENDESA vendeu sua participação na EDENOR, em 2001, para EdF.

Em 2011, a ENDESA era a maior empresa de energia elétrica do Chile, Argentina, Colômbia e Peru, além de participar da distribuição de energia elétrica no Brasil. Atendia os grandes mercados da região, como distribuidora de energia elétrica das cidades de Buenos Aires, Bogotá, Santiago, Lima, Niterói e Fortaleza, sendo proprietária da linha de interligação (CIEN) entre Brasil e Argentina, com 15.832 MW de capacidade instalada e 13,7 milhões de clientes.

No Chile, a ENDESA possui 60,6% do capital da holding ENERSIS, por meio da qual controla 59,9% da empresa ENDESA de Chile (proprietária de 72,0% da geração no país) e de 50,0% da empresa Gas Atacama (gasoduto entre jazidas da Bacia Neuquina, a maior província de gás da Argentina e Santiago). Ainda por meio da ENERSIS, a ENDESA controla 99,1% da distribuidora Chilectra, que atende Santiago. Em outros países, tais como, Marrocos e Irlanda, a ENDESA tem pequenas usinas.

Em gás natural, a ENDESA tornou-se o segundo comercializador na Espanha, com 15,0% do mercado, por meio da ENDESA Gas, atendendo consumidores e usinas de geração elétrica, mas também investindo em GNL e participando com 12,0% no projeto Medgaz para a construção de um gasoduto submarino entre a Argélia e a Espanha, para transportar 8 bilhões de m³/ano (cerca de 22 milhões de m³/dia), o que corresponde a 22,0% da demanda atual da Espanha.

IBERDROLA

A exemplo das demais grandes empresas espanholas, a internacionalização da IBERDROLA foi a estratégia seguida para enfrentar a entrada da Espanha na Comunidade Econômica Europeia.

Na Argentina, a principal estratégia da IBERDROLA foi a instalação de nova capacidade de geração. A empresa obteve a concessão da central térmica Güemes e diversificou suas atividades para o setor de gás natural (com o controle da distribuidora Gas del Litoral). As duas participações foram liquidadas em 1999, quando a IBERDROLA orientou-se para o México e Brasil, mantendo algumas posições residuais nos mercados que apresentavam menor rentabilidade no quadro da estratégia da empresa, como Bolívia, Chile, Guatemala e Venezuela.

Durante a década de 1990, a IBERDROLA desenvolveu as bases de sua internacionalização em mais de 20 países da Europa, América e Ásia, mais especialmente na América Latina, onde iniciou seus investimentos em 1992. Ao longo da década de 1990, a IBERDROLA investiu cerca de US\$ 2.440 milhões na Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Guatemala e México. Seu objetivo inicial era se transformar em operador global de serviços de eletricidade, gás, água e telecomunicações. A IBERDROLA é a principal empresa privada de geração de energia elétrica. No Brasil, é proprietária da distribuidora ELEKTRO e possui 39,0% da Neoenergia. No Reino Unido, possui a empresa Scottish Power e sua subsidiária Energy East, nos Estados Unidos (no Maine e em New York). Tem grande geração eólica, com 13.000 MW de capacidade instalada em 23 países. Juntamente com a Vattenfall, construiu, em 2010, no Reino Unido, um dos maiores parques eólicos do mundo.

O principal acionista da IBERDROLA é a ACS – Actividades de Construcción y Servicios (10,0%). Entre os demais acionistas, está BBVA (7,5%).

Unión Fenosa

Inicialmente uma empresa elétrica, a Unión Fenosa tornou-se, ao longo da década de 1990, um grande grupo empresarial com atividades nos setores de eletricidade, gás, telecomunicações e investimentos em 15 países, especialmente na América do Norte e América Central. O principal acionista é ACS – Actividades de Construcción y Servicios (40,5% em 2006).

A estratégia seguida pela Unión Fenosa foi distinta da ENDESA e IBERDROLA, procurando os nichos que outras empresas internacionais deixavam de lado por razões de escala ou características da demanda. Com essa orientação, a Unión Fenosa investiu em mercados menores, como Bolívia, Panamá, Guatemala, República Dominicana e Uruguai. A partir de 2000, buscou consolidar e ampliar sua posição, investindo na Colômbia, Costa Rica, Nicarágua, México e República Dominicana, ganhando uma posição relevante na maior parte da região e passando a competir com a IBERDROLA pelo mercado mexicano de geração de energia elétrica. Em 2006, as receitas provenientes da América Latina eram de 36,5%.

Em 2009, a empresa Gas Natural adquiriu por OPA a participação de 45,0% da ACS na Unión Fenosa, que passou a chamar-se Gas Natural Fenosa. Essa fusão deu origem a um grupo energético capaz de competir tanto na Espanha, quanto no exterior, estando presente em 23 países, como Itália, México, Colômbia, Nicarágua, Brasil e Porto Rico, entre outros.

II. PETRÓLEO E GÁS NATURAL

Os investimentos internacionais diretos da Espanha em petróleo e gás natural foram realizados pelas empresas REPSOL (nas áreas de exploração, produção e transporte de petróleo e gás natural, e

distribuição de derivados de petróleo) e sua subsidiária Gas Natural (na distribuição de gás natural). Em 2009, a fusão da Gas Natural com a Unión Fenosa, formou a empresa Gas Natural Fenosa, no quadro de uma nova dinâmica que aproveita, tanto na Espanha, quanto no mercado internacional, as sinergias entre gás natural e energia elétrica.

A consolidação da REPSOL como grande empresa petrolífera contou com a participação direta do governo da Espanha. Desde 1927, com a nacionalização da indústria do petróleo, empresas privadas podiam realizar apenas um pequeno número de atividades, especialmente em exploração, no período 1960-1970, para garantir um fornecimento estável no mercado espanhol. A primeira empresa petrolífera foi a CAMPSA, que tinha como sócios os principais bancos espanhóis e uma participação de 30,0% do governo. Em 1984, teve fim o monopólio de petróleo na Espanha, e o período 1984-1992 foi uma transição para a liberalização, com a entrada da Espanha na Comunidade Econômica Europeia (CEE). A privatização foi precedida pela reestruturação e integração na REPSOL de todas as empresas petrolíferas estatais. Em 1989, o governo iniciou a privatização da REPSOL com a venda de 26,0% do capital da empresa.

Em 1981, foi criado o Instituto Nacional de Hidrocarburos de España (INH), no âmbito do qual foi criado o Grupo REPSOL em 1986, em função da entrada da Espanha na Comunidade Econômica Europeia, que tinha como requerimento o fim do monopólio estatal sobre petróleo e gás natural. Em 1991, foi criada a empresa Gas Natural e, em 1992, foram liberadas as importações de petróleo e derivados de petróleo provenientes de países da Comunidade Econômica Europeia (hoje União Europeia).

A liderança dos bancos espanhóis no processo de expansão e diversificação das empresas espanholas tem outra evidência com o interesse da REPSOL em crescer no setor elétrico por meio da IBERDROLA. O BBVA, maior acionista da REPSOL, tinha uma participação de cerca de 10,0%, além de estar presente na maior parte dos países em que a REPSOL operava. Diante desse movimento, La Caixa, um dos principais acionistas da ENDESA e da Gas Natural SDG, firmou um acordo com a REPSOL-YPF, cedendo o controle total sobre a gestão da Gas Natural e tornando-a uma filial da REPSOL, para garantir sua neutralidade em relação às empresas elétricas.

Investimentos no exterior em petróleo

Como no caso de outros mercados oligopolizados na Espanha (como as telecomunicações, energia elétrica e serviços bancários), com forte presença e domínio de empresas estatais, a década de 1990 marcou a transição para a privatização e a liberalização na indústria de petróleo e gás. Hoje, a Espanha produz cerca de 4,0% do petróleo e gás natural que consome, fazendo com que a REPSOL (empresa criada pelo estado espanhol em 1986) dependa de outras empresas para o fornecimento de petróleo bruto. Desde 2010, os avanços recentes nas técnicas de exploração trouxeram novo interesse na busca de petróleo no país, por parte de grupos internacionais (Leni, CNWL e Heritage).

No início da década de 1990, a REPSOL tinha uma posição de controle no mercado petrolífero da Espanha e no monopólio da oferta de butano. Suas refinarias tratavam mais de 60,0% do petróleo bruto no país e produziam 50,0% dos produtos petroquímicos. Como no caso das demais empresas que atuavam em regime de quase monopólio e tinham uma função estratégica para o governo da Espanha, a privatização da REPSOL e a liberalização gradual do mercado foram consequência da entrada da Espanha na União Europeia e das condições estabelecidas pelo Mercado Único Europeu. Entretanto, estas privatizações não comprometeram a posição de liderança da empresa no mercado espanhol, reforçada ainda pela transferência de empresas estatais de gás para a Gas Natural (subsidiária da REPSOL) e pela proteção à concorrência internacional até o final da década de 1990.

Os investimentos internacionais e a busca de novos mercados integraram os objetivos de expansão e ampliação dos recursos em petróleo e gás natural da REPSOL. Este movimento foi facilitado pela formação de alianças com instituições financeiras (BBV, La Caixa e Argentaria) que fortaleceram a REPSOL e o início de sua expansão internacional. Ao final de 1995, 79,0% do capital da REPSOL estava sob controle privado, sendo seus maiores acionistas o BBV (5,2%), La Caixa (5,0%) e Pemex – Compañía de Petróleos Mexicanos (5,0%).

O desenvolvimento e a participação nos mercados energéticos do Cone Sul tornaram-se objetivos comuns que integraram a estratégia da REPSOL às orientações da ENDESA, IBERDROLA e Gas Natural. Para reduzir a dependência em relação a outras empresas, a REPSOL buscou o crescimento em atividades de exploração e produção por meio da compra de outras empresas. Uma sequência de aquisições de participação em empresas argentinas teve início em 1996, com a compra de 37,7% da Astra-Compañía Argentina de Petróleo (empresa que controlava 5,0% do mercado local). Em 1997, a REPSOL comprou 45,0% da empresa Pluspetrol Energy, o que permitiu sua entrada no mercado regional do gás natural que articulava as reservas da Bolívia e da Argentina aos mercados da Argentina, Brasil e Chile. A compra da distribuidora de combustíveis EG3 (quarta refinadora e comercializadora de combustíveis, atrás de YPF, Shell e Esso) ampliou a participação da REPSOL no mercado regional. Na sequência, a REPSOL foi aumentando sua participação em Astra e Pluspetrol, de modo a controlar mais diretamente as empresas a elas vinculadas.

Em 1999, ao termo de negociações que incluíam os governos da Espanha e da Argentina, a REPSOL adquiriu a estatal YPF da Argentina por US\$ 15 bilhões. Isso fez da REPSOL-YPF uma empresa petrolífera integrada e diversificada, e a maior empresa energética privada da América Latina em termos de ativos. Com a nova empresa, a REPSOL passou a controlar 51,0% do petróleo e 44,0% do gás natural produzidos na Argentina. Isso facilitou o acesso da ENDESA (com 5,0% das ações da REPSOL) aos insumos necessários à geração térmica na Argentina. Além disso, naquele momento, a REPSOL possuía 14 empresas na Argentina sob seu controle total ou parcial. A REPSOL pode, então, beneficiar-se da internacionalização da YPF, que já estava presente em vários países, como Brasil (em associação com a Petrobras), Chile, Bolívia, Peru, Equador, Estados Unidos e Rússia.



Com a liberalização do mercado de transporte e distribuição de gás natural no México, em 1995, a inserção da REPSOL foi facilitada por meio da Gas Natural México (filial da Gas Natural SDG). No período 1995-1999, a Gas Natural México tornou-se a primeira distribuidora de gás natural do país. No Brasil, no ano 2000, a empresa Gas Natural venceu a licitação para concessão da distribuição de gás natural ao sul do estado de São Paulo, e implantou a empresa Gas Natural São Paulo Sul.

Na Bolívia, a REPSOL-YPF controlava quase 70,0% da produção de petróleo e 54,0% da produção de gás natural. No Peru, a REPSOL e sua filial Gas Natural controlavam 48,0% do mercado peruano, 49,0% do equatoriano, 71,0% do argentino, além do fornecimento de gás natural a duas centrais termelétricas do norte do Chile.

Na sequência, a REPSOL expandiu suas atividades de exploração e produção para o Oriente Médio e África, além de adquirir uma participação em uma usina de liquefação de gás natural em Trinidad e Tobago. Participou também da usina de liquefação de Pampa Melchorita, no Peru, que escoava a produção de gás natural de Camisea e pode atender, entre outros mercados, à crescente demanda de energia elétrica do setor mineiro do norte do Chile. No entanto, pressionada para reduzir sua dívida e fortalecer seu balanço, a REPSOL teve a possibilidade de se desfazer de suas atividades de gás natural liquefeito no primeiro semestre de 2013. Atualmente, a redução no valor de suas ações reflete a expropriação da YPF pelo governo da Argentina. A venda da empresa REPSOL Butano Chile e a aproximação com a Pemex devem atenuar, parcialmente, a perda da YPF.

Diante do potencial de crescimento no mercado de gás liquefeito de petróleo (GLP), em 2002, a REPSOL decidiu integrar todas as suas filiais de GLP em uma única empresa para ampliar o crescimento e a expansão internacional, melhorando sua posição no mercado de botijões de gás butano na América Latina. O objetivo é crescer no setor de modo ordenado, ampliar a produção própria e alcançar, ou mesmo superar, a Shell como a segunda empresa mundial de gás butano, atrás apenas da HSV Holding. A REPSOL já fez outras reorganizações similares, como com a REPSOL Petróleo e com a REPSOL Química.

Como a REPSOL ficou muito exposta na Argentina e na Bolívia, vendeu 25,5% da REPSOL-YPF para o Grupo Petersen (Argentina) e 40,0% da REPSOL Brasil para a empresa petrolífera chinesa Sinopec por US\$ 7,1 bilhões.

Em 2002, o governo argentino havia imposto uma taxa de 20,0% sobre a exportação de petróleo. A crise do país teve impacto sobre a receita operacional da REPSOL-YPF. Em 2012, o governo argentino expropriou 51,0% das ações da REPSOL-YPF, dos quais 26,0% passaram para o controle do governo federal e 25,0% para o controle das províncias.

Em 2009, buscando sinergias entre gás natural e energia elétrica, foi criada a empresa Gas Natural Fenosa, resultado da compra pela OPA da participação de 45,0% da construtora ACS na empresa elétrica Unión Fenosa. Essa fusão deu origem a um grupo energético capaz de competir tanto na Espanha, quanto no exterior, estando presente, em 2012, na Itália, México, Colômbia, Nicarágua, Brasil e Porto Rico, entre outros. Na América Latina, a expansão da Unión Fenosa sucedeu, com alguns anos de diferença, a entrada da ENDESA e IBERDROLA.

III. ÁGUA E SANEAMENTO

Os investimentos internacionais da Espanha no setor de água e saneamento básico foram realizados principalmente pela empresa Águas de Barcelona (AGBAR) em mercados que apresentassem potencial de crescimento. Considerada uma das maiores empresas internacionais da área de gestão da água,

a AGBAR é de propriedade de La Caixa e do grupo Suez, e atende 13 milhões de consumidores na Espanha. Buscando as oportunidades oferecidas pela privatização nos serviços de abastecimento de água e saneamento em vários países da América Latina, em 1995, a AGBAR foi a única empresa que se apresentou para a licitação dos serviços em Cartagena, na Colômbia, cidade na qual 30,0% da população não tinha acesso aos sistemas de água e saneamento. No setor de água, ainda havia a empresa estatal espanhola Isabel II (de Madrid) e a Tectyasa, proprietárias da empresa Canal Extensia, que comprou da AGBAR antigas concessões em Barranquilla, Santa Marta Soledad e Puerto Colômbia. Em 1996, a empresa Águas de Barcelona obteve a concessão do serviço de água, saneamento e coleta de lixo em Barranquilla, na Colômbia, no qual foram investidos US\$ 25 milhões com alguns sócios locais.

Em 1999, no Chile, a AGBAR comprou, por 1 milhão de euros, 35,0% da empresa Águas Andinas, concessionária de abastecimento de água de Santiago e de outras regiões do país, que foi privatizada pelo governo e que reciclava apenas 3,0% das águas residuais. De 1999 a 2011, a AGBAR investiu mais 1 bilhão de euros, e Águas Andinas passou a desenvolver a gestão completa da água (captação, distribuição de água potável e tratamento de águas residuais) da bacia de Santiago, para atingir um total de 100,0% de reciclagem das águas residuais.

Isso fez com que o Chile se tornasse o primeiro país da América Latina a realizar a gestão do processo desde a distribuição até a reciclagem. A importância da reciclagem de água para o Chile é crucial, como exportador de frutas para os Estados Unidos, devendo corresponder aos critérios estabelecidos nos acordos bilaterais entre os dois países, que requerem a depuração de 100,0% das águas. Águas Andinas é a maior filial da AGBAR na América Latina e gera 150 milhões de euros de lucro por ano. Em janeiro de 2003, a AGBAR ampliou sua participação em Águas Andinas para 25,6%.

No México, a AGBAR investiu na empresa Águas de Saltillo. Em 2005, a empresa decidiu revisar sua estratégia na região e se retirou da Argentina e do Uruguai. Na Argentina, com Águas Argentinas, tinha a concessão do abastecimento de água de Buenos Aires.

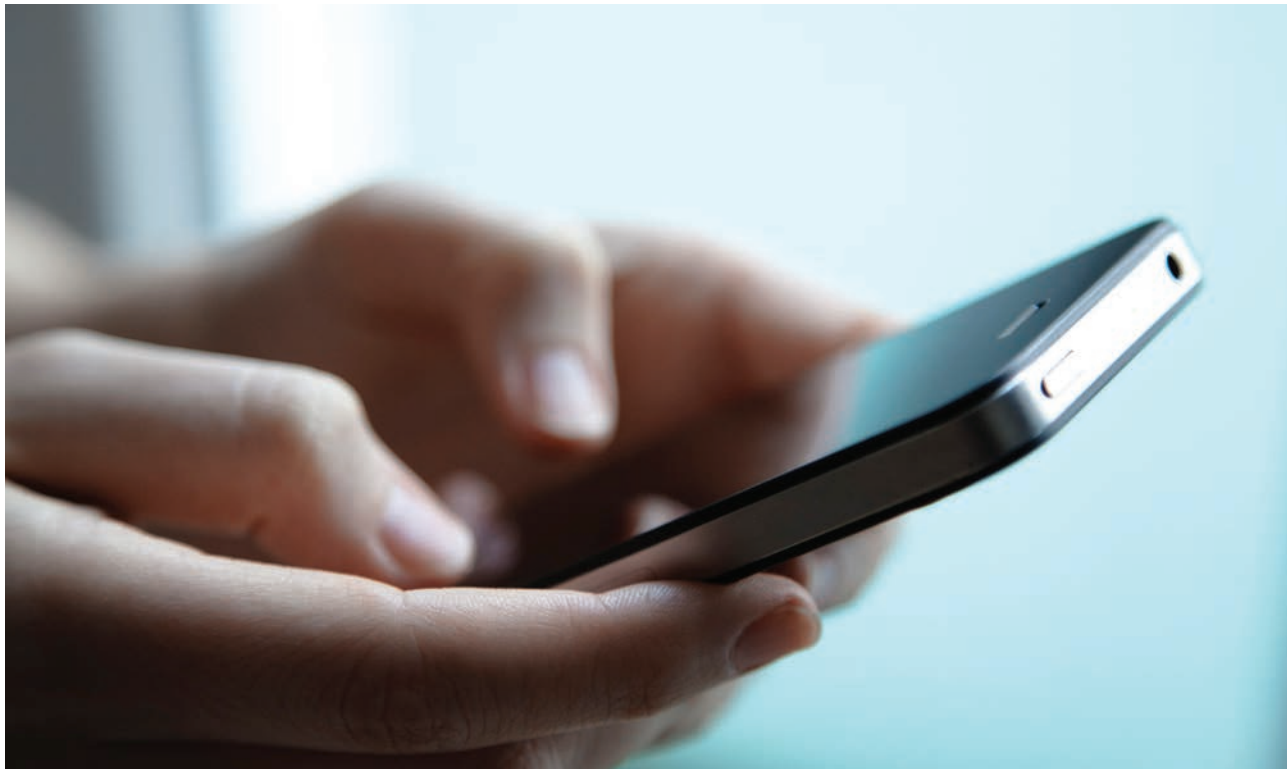
No Brasil, depois de uma experiência em Campo Grande (Mato Grosso do Sul), de 2002 a 2005, a AGBAR faz parte do setor de saneamento, com a venda de serviços tecnológicos, sob a marca Aqualogy, para controle de perdas, tratamento de esgoto e eficiência energética. Em Pernambuco, a empresa deve prestar serviços de engenharia para a COMPESA (Companhia Pernambucana de Saneamento), na região metropolitana de Recife.

A companhia Águas de Barcelona, que passou a ser uma subsidiária da empresa Suez Environment, tem investimentos no Reino Unido (Bristol Water) e na Argélia (Société des Eaux Oran). Na China, a AGBAR investiu 30 milhões de euros por 49,0% (ampliados recentemente para 72,0%) de uma empresa parceira do Golden State Water Group Corporation, para operar em quatro concessões de 30 anos, um conjunto de projetos de abastecimento de água e saneamento na província de Jiangsu.

IV. TELEFONIA

O setor de telefonia na Espanha

Em sua origem e evolução ao longo do período 1924-1995, o setor de telefonia na Espanha se confunde com o desenvolvimento da Telefónica. Estabelecida em 1924 e estatizada em 1944, como concessionária de serviço público, a Telefónica dispôs do monopólio legal que prevaleceu até 1995, com a entrada da Airtel, a primeira empresa privada de telefonia no país. Cabe assinalar que, até meados da década de 1980, a Telefónica tinha um dos sistemas telefônicos mais atrasados da Europa, incompatível com os avanços tecnológicos que formariam o setor de telecomunicações.



Essa situação poderia facilitar sua absorção por uma empresa operadora de maior tamanho e foi um dos pontos determinantes da estratégia de internacionalização da Telefónica aplicada pelo governo antes da privatização da empresa e da liberalização do setor de telefonia. O objetivo era tornar a Telefónica uma empresa competitiva em relação aos seus concorrentes europeus por meio da valorização de suas ações em bolsa, a partir da implantação de:

- Um quadro regulatório favorável à empresa;
- Uma política tarifária que permitisse a recuperação dos custos; e
- Uma política de crédito barato.

A liberalização do setor de telefonia na Espanha ocorreu em dezembro de 1997, como parte dos requerimentos para a entrada do país na União Europeia e das condições estabelecidas pelo Mercado Único Europeu.

A privatização da Telefónica ocorreu também em 1997, combinando a venda para investidores institucionais com um esforço de venda para acionistas “minoritários”, mais interessados na distribuição de dividendos, ao mesmo tempo em que se garantia o controle da empresa e de suas políticas por meio de um núcleo de acionistas espanhóis.

Investimentos internacionais da Espanha em telefonia

A Telefónica estabeleceu alianças estratégicas participando de consórcios mundiais de telecomunicações (Eutelsat, Intersat e Immarsat) e no *clearing* do tráfego internacional das operadoras.

De fato, o avanço tecnológico no setor de telecomunicações e a sua liberalização gradual na Espanha conduziram a uma mudança nas condições de internacionalização dos investimentos de telefonia, como:

- Até meados da década de 1980, as operadoras de telefonia funcionavam como monopólios com pleno controle do mercado, fazendo com que a internacionalização se restringisse à interligação de redes nacionais, à transferência de tecnologia entre operadoras e à realização de atividades comuns em relação a cabos submarinos e satélites; e
- A partir da segunda metade da década de 1980, teve lugar a concorrência oligopolista entre empresas de telecomunicações, que procuravam por mercados com potencial de penetração e crescimento para fazer face às novas restrições (entrada de novos concorrentes, redução dos preços em razão da maior competição, redução de rentabilidade e busca de vantagens nos custos de operação por meio de economias de escala e de escopo).

O processo de internacionalização seguido pela Telefónica envolveu dois níveis de ação. No primeiro, houve a integração gradual de investidores estrangeiros (fundos de pensão, empresas de seguro, entre outros) que contribuem para a ampliação do capital da empresa e o financiamento de sua modernização e expansão. Nesse plano se insere também a colocação de ações da Telefónica nas principais bolsas do mundo. No segundo, ocorreu a entrada da Telefónica em novos mercados no exterior por meio da criação de filiais e de novas linhas de negócio.

A tentativa de fusão da Telefónica com a empresa holandesa KPN (em 2000) visava à criação do quarto grupo de telecomunicações da Europa, mas sofreu resistência tanto do governo espanhol, quanto do BBVA e La Caixa. Esse fato provocou uma alteração maior na orientação adotada pela Telefónica em sua estratégia de alianças estratégicas, que prosseguiram com diversas empresas, entre as quais cabe indicar Portugal TELECOM, IBERDROLA e BBVA.

Investimentos da Espanha em telefonia na América Latina

O setor de telecomunicações da América Latina oferecia oportunidades de crescimento, mas sua expansão necessitava de investimentos e experiência. Isso foi decisivo para qualificar a participação da Telefónica.

A Telefónica iniciou sua estratégia internacional no final da década de 1980, participando das primeiras privatizações na América Latina, para ganhar tamanho atuando em mercados de elevado crescimento, de modo a desenvolver alianças e se tornar um operador global de telecomunicações. A motivação inicial para a internacionalização da empresa foi financeira. A necessidade de novos investimentos no país enfrentava os recursos limitados do mercado de capitais da Espanha, fazendo com que a Telefónica recorresse ao mercado financeiro internacional, iniciando sua presença na Bolsa de Nova York em 1984.

Mas havia também questões de ordem operacional, como as mudanças tecnológicas, a digitalização da rede, a rede inteligente e a transmissão por fibra ótica, o que modificou os fundamentos econômicos da telefonia. No plano regulatório, no período 1984-2001, a liberalização (fim dos monopólios) e a privatização (fim do controle estatal) do setor de telecomunicações, em quase todos os países, associado à sua liberalização na Espanha, em dezembro de 1997, e ao final do processo de privatização (que havia começado em 1970) estimulou a entrada da Telefónica em novos mercados e a compra de empresas estatais, inicialmente na América Latina e Leste Europeu, que serviram como base para a estratégia internacional da empresa.

Cabe assinalar que a base financeira para sua expansão foi dada pela abertura de capital nas principais bolsas de valores do mundo e pelo aporte de US\$ 1 bilhão pelo governo espanhol, em 1997, no momento da liberalização do setor de telecomunicações do país. Um fator relevante para os investimentos internacionais da Telefónica foi a experiência recente com a implantação de sua infraestrutura na Espanha, ao final da década de 1980, tornando-se apta a atender projetos semelhantes em países da América

Latina e do Leste Europeu, mercados ainda em desenvolvimento e que apresentavam elevado potencial de crescimento.

O critério para a internacionalização da Telefónica foi a realização de projetos que apresentassem rentabilidade econômica e financeira em consonância com a diferença no nível de risco dos investimentos na América Latina e na Espanha.

A internacionalização da telefonia espanhola teve início com as privatizações na América Latina, no quadro de um processo de consolidação da Telefónica. Seu objetivo era tornar-se a principal operadora de serviços de telecomunicação da região, integrando telefonia, internet e multimídia ao longo da América Latina e no mercado hispânico dos Estados Unidos. Desse modo, por meio de sua filial Telefónica Internacional, a Telefónica adquiriu participações de controle em empresas privatizadas de operadores integrados (telefonia fixa e móvel) no Chile (44,5% da Compañía de Teléfonos de Chile – CTC e 20,0% da ENTEL Chile) e na Argentina (onde obteve a metade sul do país, em 1990), na Venezuela (1991), na América Central (1992) e no Peru (1994). No Brasil, a Telefónica entrou no final de 1996 (participando do consórcio que adquiriu o controle da CRT no Rio Grande do Sul) e, em 1998, com a compra da Telesp. Além disso, a Telefónica também comprou empresas de telefonia móvel (Telesudeste e Teleleste no Brasil e filiais da Motorola no México).

Para financiar sua expansão, a Telefónica recorreu às principais bolsas de valores do mundo, por meio de ampliação de capital. Isso fez com que, em 1993, 24,0% das ações da Telefónica estivessem em mãos de acionistas fora da Espanha. No ano 2000, com a chamada “Operação Verônica”, através da qual os acionistas minoritários das filiais se tornaram acionistas da Telefónica España, a empresa adquiriu a totalidade do capital da maior parte de suas filiais e consolidou seu controle e proteção contra eventual tomada de controle hostil por potenciais competidores.

Em seguida, a Telefónica foi capaz de dar suporte ao processo de internacionalização na América Latina, tanto o seu quanto o de suas empresas clientes, integrando as operações dos diversos países em um único Grupo Telefónica, podendo fornecer redes e serviços integrados homogêneos em todos os países. A criação de Telefónica Data, com serviços de comunicação para grandes empresas com gestão de cliente unificada, foi mais um componente desse processo, oferecendo acesso a este serviço para empresas em diversos países (México, Estados Unidos, Alemanha, Itália e Reino Unido).



O passo seguinte foi a adoção de uma abordagem pela linha de negócio (e não pelo país), no contexto de uma abordagem global, quais sejam, telefonia móvel, telefonia fixa, transmissão de dados, diretórios, internet, meios de comunicação e conteúdos, e *call centers*. Nessa orientação se insere a aquisição da holandesa Endemol e a obtenção das concessões de telefonia móvel de terceira geração (UMTS), permitindo o acesso à internet por telefone celular, na Alemanha, Áustria e Itália. Atuando de modo integrado, mais como empresa multinacional e menos como empresa com filiais em outros países, a Telefónica foi capaz de capturar sinergias e economias de escala.

Em 2005, a Telefónica tornou-se uma das maiores empresas de telefonia no plano internacional, absorvendo o grupo O2 (celulares) do Reino Unido por 26 bilhões de euros e passando a competir com Versión, Vodafone e Deutsche Telekom. No mesmo ano, a compra de 5,0% da China Netcom (segundo maior operador de telecomunicações da China) permitiu que a Telefónica entrasse no mercado estatizado das telecomunicações daquele país. Em 2006, os ativos do operador de telefonia móvel O2 (com atuação no Reino Unido, Alemanha e Irlanda) foram adquiridos por US\$ 26 bilhões, na maior aquisição espanhola de uma empresa estrangeira.

Em 2010, a aquisição de 50,0% da Brasilcel por US\$ 9,7 bilhões à Portugal TELECOM permitiu que a Telefónica fizesse a fusão da VIVO com a operadora fixa Telefónica (antiga Telesp) e se tornasse a líder de mercado no Brasil. Na sequência, tratou-se de completar a oferta da Telefónica com a integração de empresas especializadas (TV a cabo, transmissão de dados, televisão, internet), como Metrópolis-Intercom (primeira empresa de TV a cabo do Chile), Multicanal (na Argentina) e Cable Mágico (localizada no Peru). O Quadro 34 apresenta as principais subsidiárias da empresa Telefónica no exterior.

QUADRO 34
Principais Subsidiárias da Telefónica no Exterior (2011)

| EMPRESA | ATIVIDADE | PARTICIPAÇÃO | PAÍS |
|--|------------------|--------------|------------------|
| Telefónica O2 Reino Unido | Telefonia móvel | 100,0% | Reino Unido |
| Telefónica O2 Alemanha | Telefonia móvel | 100,0% | Alemanha |
| Telefónica O2 Irlanda | Telefonia móvel | 100,0% | Irlanda |
| BE | Telecomunicações | 100,0% | Reino Unido |
| HanseNet | Telecomunicações | 100,0% | Alemanha |
| Jajah | Telecomunicações | 100,0% | Estados Unidos |
| Tesco Mobile | Telefonia móvel | 50,0% | Irlanda |
| Telefónica O2 República Checa | Telefonia móvel | 69,0% | República Tcheca |
| Telefónica O2 Eslováquia | Telefonia móvel | 100,0% | Eslováquia |
| Telesp | Telefonia móvel | 88,0% | Brasil |
| Telefónica del Peru | Telecomunicações | 98,3% | Peru |
| Telefónica de Argentina | Telecomunicações | 100,0% | Argentina |
| TLD Puerto Rico | Telecomunicações | 100,0% | Porto Rico |
| Telefónica Chile | Telecomunicações | 97,9% | Chile |
| Telefónica Telecom | Telecomunicações | 52,0% | Colômbia |
| T. International Wholesale Services (TIWS) | Telecomunicações | 100,0% | internacional |
| VIVO Participações | Telecomunicações | 59,4% | Brasil |
| VIVO | Telecomunicações | 100,0% | Brasil |
| T. Móviles Argentina | Telefonia móvel | 100,0% | Argentina |
| T. Móviles Peru | Telefonia móvel | 100,0% | Peru |
| T. Móviles México | Telefonia móvel | 100,0% | México |
| Telefónica Móviles Chile | Telefonia móvel | 100,0% | Chile |

(cont.)

| EMPRESA | ATIVIDADE | PARTICIPAÇÃO | PAÍS |
|--|------------------|--------------|---------------|
| T. Móviles El Salvador | Telefonia móvel | 99,1% | El Salvador |
| T. Móviles Guatemala | Telefonia móvel | 100,% | Guatemala |
| Telcel (Venezuela) | Telefonia móvel | 100,% | Venezuela |
| T. Móviles Colômbia | Telefonia móvel | 100,0% | Colômbia |
| Otocel (Equador) | Telefonia móvel | 100,0% | Equador |
| T. Móviles Panamá | Telefonia móvel | 100,0% | Panamá |
| T. Móviles Uruguay | Telefonia móvel | 100,0% | Uruguai |
| Telefonia Celular Nicaragua | Telefonia móvel | 100,0% | Nicarágua |
| T. Moviles Soluciones y Aplicaciones (Chile) | Telefonia móvel | 100,0% | Chile |
| Grupo Atento | Telecomunicações | 100,0% | Internacional |
| Telco SpA (Itália) | Telecomunicações | 46,2% | Itália |
| IPSE 2000 (Itália) | Telefonia móvel | 39,9% | Itália |
| Distribuidora de Televisión Digital (DTS) | Televisão paga | 22,0% | Internacional |
| Hispasat | Telecomunicações | 13,2% | Internacional |
| Portugal TELECOM | Telecomunicações | 2,0% | Portugal |
| China Unicom (Hong Kong) Ltd (China) | Telecomunicações | 8,4% | China |
| ZON Multimídia | Telecomunicações | 5,4% | Portugal |
| Amper | Telecomunicações | 5,8% | Internacional |

Fonte: Telefónica.

Em 2011, mais da metade do lucro da empresa teve origem na América Latina, especialmente no Brasil, Argentina e Chile. No primeiro semestre de 2011, as operações na América Latina e na Europa foram responsáveis por 71,0% da receita consolidada e 64,0% da receita operacional antes de depreciação e amortização (OIBDA). Cabe assinalar que as receitas cresceram 5,6% na América Latina e reduziram em 6,1% na Espanha.

Como ocorreu com as demais empresas espanholas do núcleo de investidoras internacionais, a Telefónica reproduziu em suas filiais/subsidiárias os critérios organizacionais e tecnológicos que desenvolveu na Espanha no processo de sua privatização e da liberalização do setor de telecomunicações.

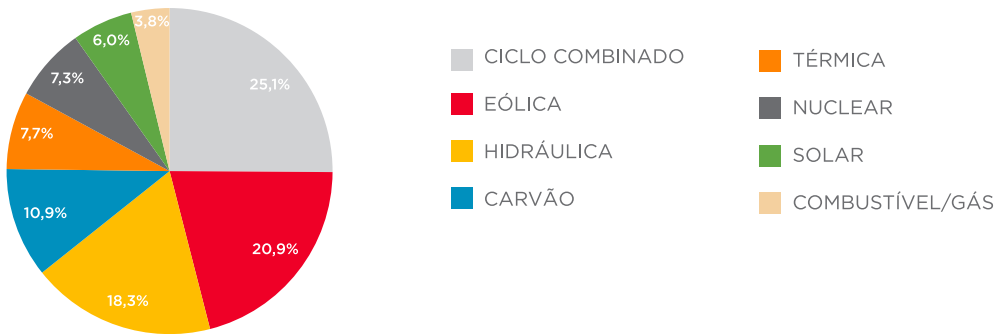


6. PRESENÇA DAS EMPRESAS ESPANHOLAS NO SETOR ELÉTRICO BRASILEIRO

6.1 PRINCIPAIS EMPRESAS ESPANHOLAS DE ENERGIA ELÉTRICA

O setor elétrico espanhol sofreu profundas alterações desde 1998. Até então, a atividade do setor estava concentrada em empresas atuando de modo verticalmente integrado e que exerciam atividades em regime de monopólio em várias regiões do país. Como resultado da Lei 54/1997, sobre o Setor Elétrico, foi estabelecida a separação entre atividades reguladas (transmissão e distribuição) e competitivas (produção e comercialização), devendo as empresas de energia separar contábil e juridicamente tais atividades. Note-se que, embora as atividades não reguladas se desenvolvam em condições de livre concorrência, estão sujeitas à aprovação administrativa. Com relação à matriz energética, a capacidade instalada de produção de energia elétrica é bem distribuída dentre as várias fontes²⁵, inclusive aquelas renováveis, conforme se pode observar no Quadro 35.

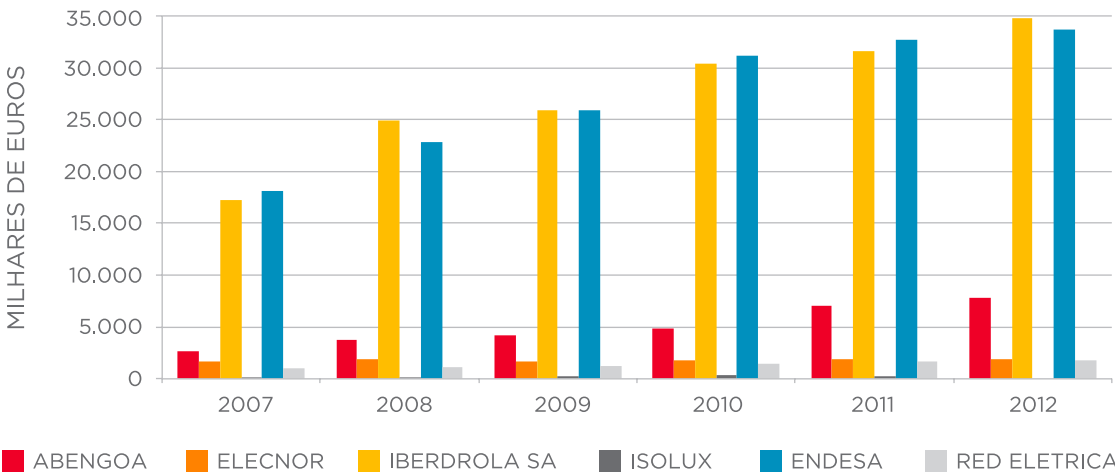
QUADRO 35 Participação das Fontes de Energia na Matriz Energética Espanhola



Fonte: RED ELÉCTRICA DE ESPAÑA.

Sobre as empresas espanholas desse setor, as principais são IBERDROLA e ENDESA, tendo as empresas RED ELETRICA, ISOLUX, ELECNOR e ABENGOA menor participação nesse mercado.

QUADRO 36 Receita Total de Empresas Seleccionadas do Setor de Energia Elétrica Espanhol



Fonte: BLOOMBERG.

²⁵ Ciclo combinado é também termelétrica, mas mais eficiente que as usinas termelétricas convencionais (em ciclo aberto).

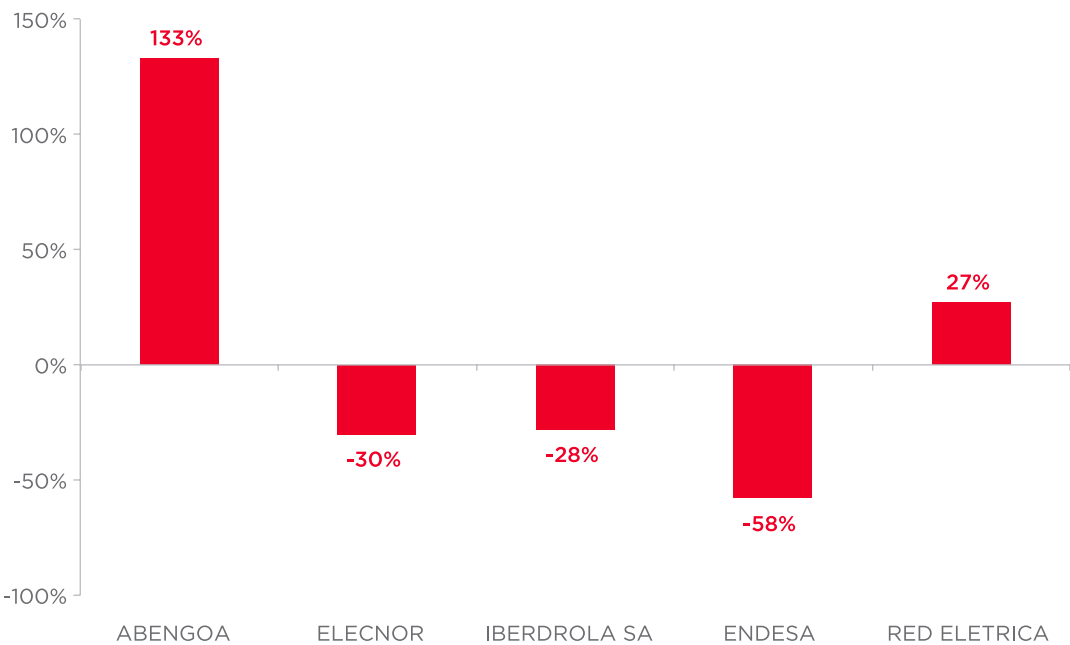
6.2 POSIÇÃO DAS EMPRESAS ESPANHOLAS NO MUNDO

- a. Perfil de risco soberano e de demanda local das subsidiárias;
- b. Exposição, tanto como credoras como devedoras, das empresas ao risco de crédito nos países onde têm subsidiárias;
- c. Importância da integração da economia espanhola com o mundo; e
- d. Exposição ao câmbio.

Conforme apresentado no Quadro 36, a receita total das empresas espanholas de energia cresceu no período 2007-2012. Isso demonstra que, apesar da crise, as empresas conseguiram expandir seus negócios.

Entretanto, quando analisado o valor de mercado dessas mesmas empresas nesse período, observa-se um resultado diferente. Dentre as empresas analisadas, a ABENGOA e RED ELETRICA tiveram variação positiva do valor de mercado, enquanto a ELECNOR²⁶, IBERDROLA e ENDESA apresentaram queda nessa variável no período analisado.

QUADRO 37 Variação do Valor de Mercado das Empresas Espanholas de Energia entre 2007 e 2012

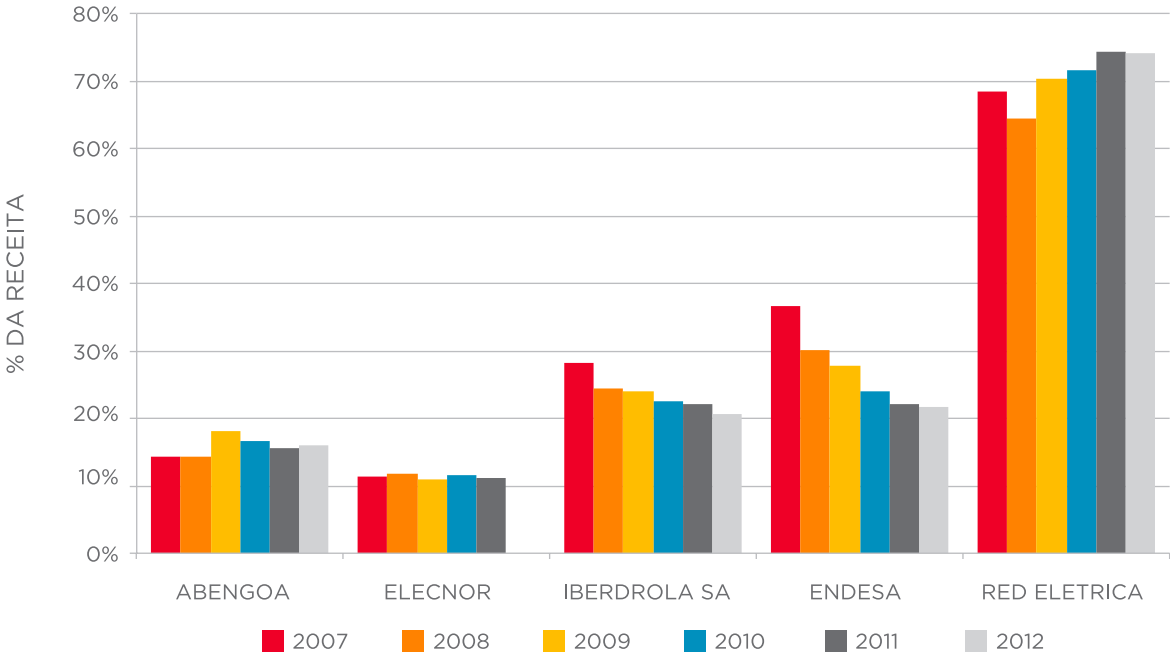


Fonte: BLOOMBERG.

Analisando então o desempenho das empresas no mesmo período, cabe investigar se houve piora na capacidade das empresas de gerar lucro operacional (EBITDA) a partir da receita, o que está reportado no Quadro 38. Pode-se observar que houve queda desse indicador nas empresas IBERDROLA e ENDESA, e estabilidade em patamar baixo na ABENGOA e ELECNOR. A exceção foi a RED ELETRICA, que obteve aumento mesmo já estando em patamar elevado. Isso indica que, apesar de ter havido crescimento da receita, a capacidade da operação de gerar lucro foi comprometida.

²⁶ O último dado analisado foi 2011.

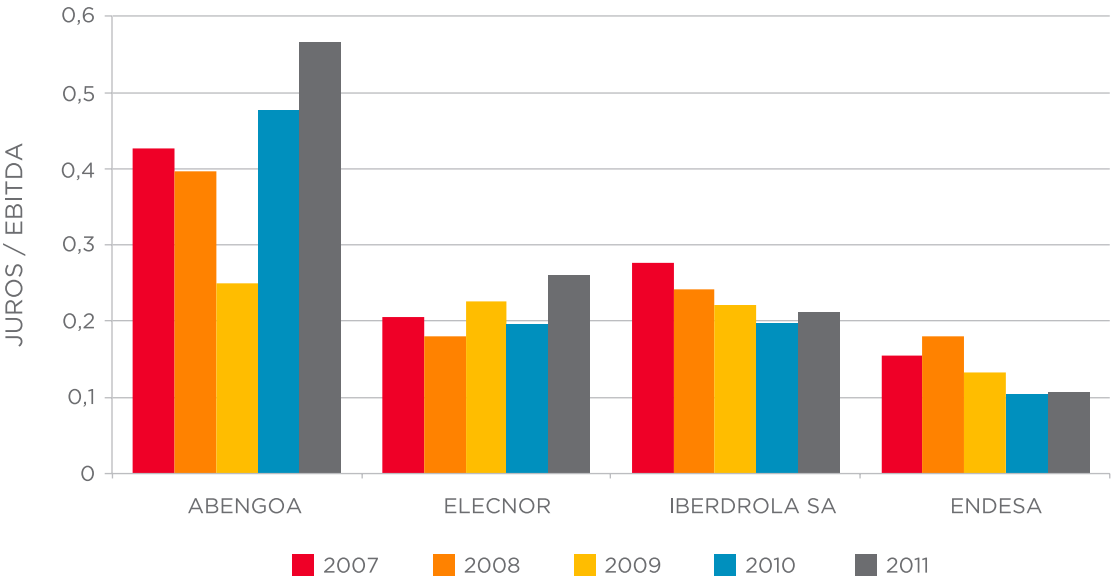
QUADRO 38
Margem EBITDA das Empresas Espanholas entre 2007 e 2012



Fonte: BLOOMBERG.

Já com relação ao endividamento dessas empresas, observa-se o lucro operacional gerado que é usado para pagamento de juros (Quadro 39). Os dados mostram uma situação estável desse indicador para as empresas, com exceção da ABENGOA, que observou uma elevação acentuada.

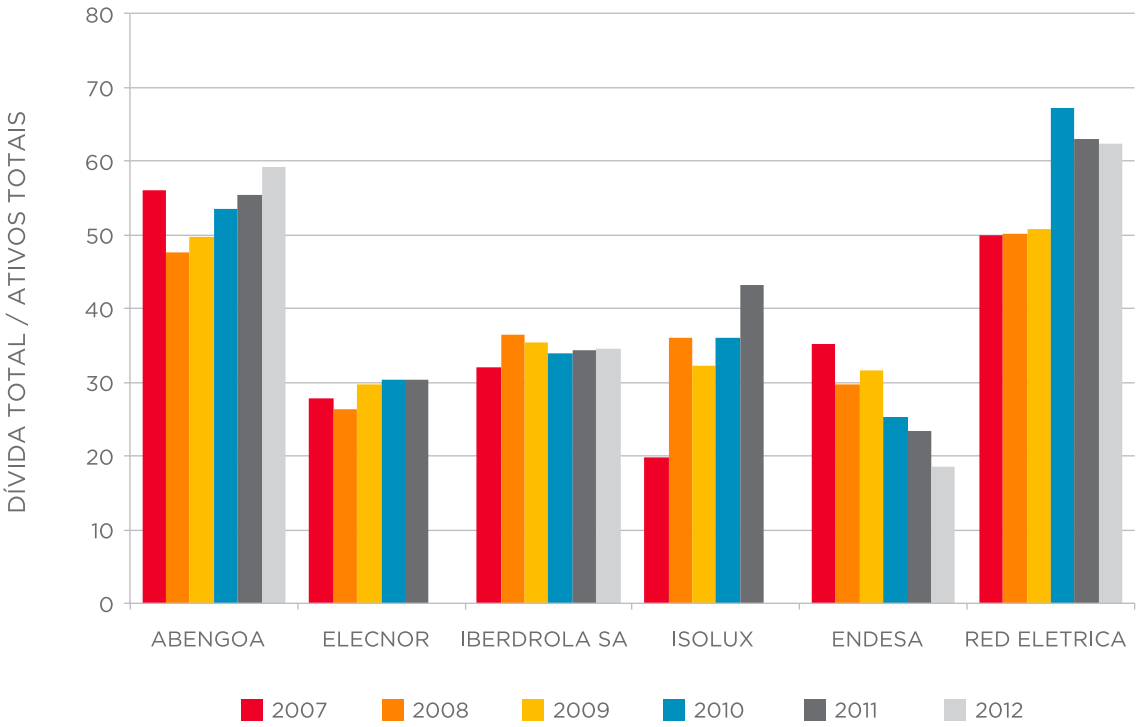
QUADRO 39
Razão Juros / EBITDA



Fonte: BLOOMBERG.

Por último, ainda com relação ao endividamento das empresas, cabe examinar a proporção da dívida total sobre ativos totais, ou seja, o volume relativo de dívidas comparado com os ativos. Neste item verificam-se comportamentos distintos entre as empresas. Enquanto as empresas ABENGOA, ISOLUX e RED ELETRICA experimentaram crescimento nesse indicador, a ELECNOR e IBERDROLA não tiveram alteração significativa. Já a ENDESA foi a única empresa para a qual se observou queda nesse indicador, segundo o Quadro 40.

QUADRO 40
Dívida Total / Ativos Totais



Fonte: BLOOMBERG.

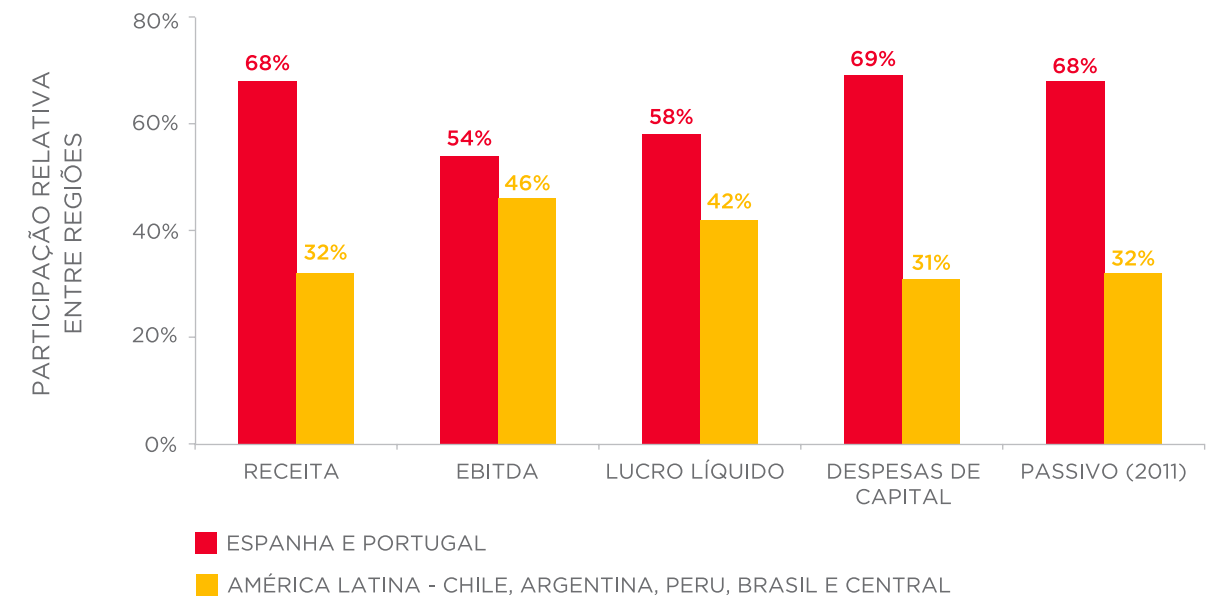
De forma resumida, não existe evidência de uma deterioração significativa da saúde financeira ou operacional das principais empresas espanholas de energia a partir dos indicadores analisados. Apesar de algumas empresas terem apresentado alguns indicadores ruins, no geral não é possível concluir que existe necessidade dessas empresas de venderem seus ativos para pagamento de compromissos.

Posicionamento internacional das empresas

Das empresas até agora apresentadas, a RED ELETRICA é a única que não possui negócios relevantes fora da Espanha.

Segundo o Quadro 41, a ENDESA possui parte expressiva de seus negócios na América Latina, gerando aproximadamente 32,0% da sua receita nessa região, contra 68,0% na Espanha e Portugal. Entretanto, comparando o endividamento com os indicadores de lucro, como o EBITDA e o lucro líquido, observa-se que os negócios na região são muito mais rentáveis, ou seja, com aproximadamente 32,0% do passivo e despesas de capital, a América Latina gera para ENDESA cerca de 46,0% do EBITDA e 42,0% do lucro líquido.

QUADRO 41
Indicadores Seleccionados da ENDESA. Participação Relativa entre Regiões (%)

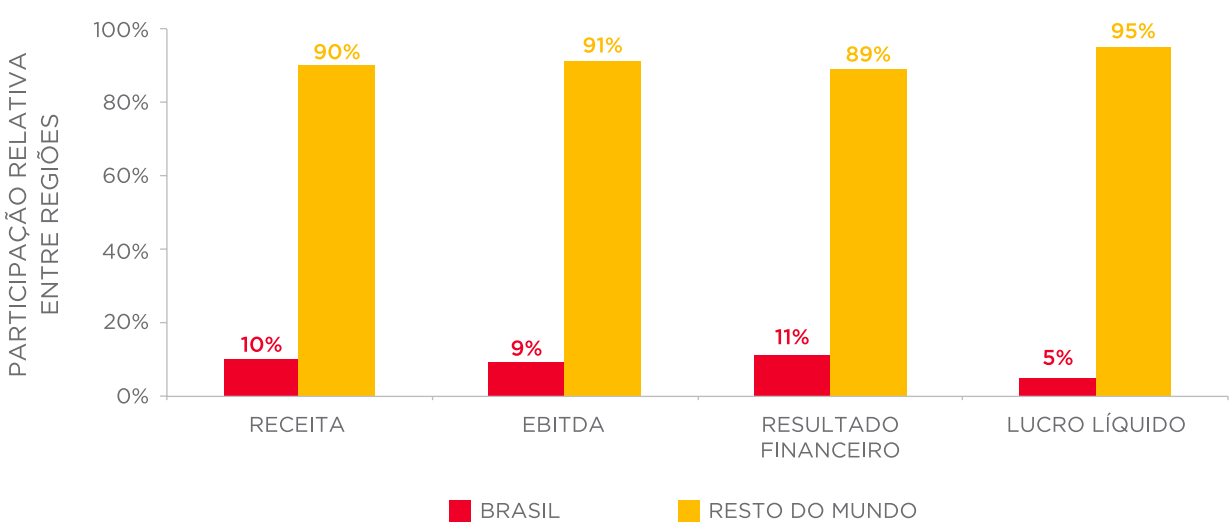


Fonte: BLOOMBERG.

Esses indicadores demonstram também que o endividamento da empresa se encontra principalmente na matriz, e que a geração de caixa nas filiais latino-americanas é suficiente para arcar com as despesas de juros, não havendo indícios de risco cambial ou risco de crédito para a empresa.

Segundo o Quadro 42, sobre a IBERDROLA, sua participação no Brasil, mesmo já considerando a aquisição da ELEKTRO, ainda é baixa, seja na ótica da receita (10,0%), do lucro líquido (5,0%) ou do resultado financeiro (11,0%) (sinal invertido para facilitar a interpretação gráfica).

QUADRO 42
Indicadores Seleccionados da IBERDROLA. Participação Relativa entre Regiões (%)



Fonte: Relatório de Resultados de 2012 da empresa.

Com relação ao endividamento da empresa por moedas, pode-se observar que o mix de moedas segue aproximadamente a origem dos recursos e a participação dos ativos, não gerando assim riscos cambiais ou risco de crédito, conforme apresentado no Quadro 43.

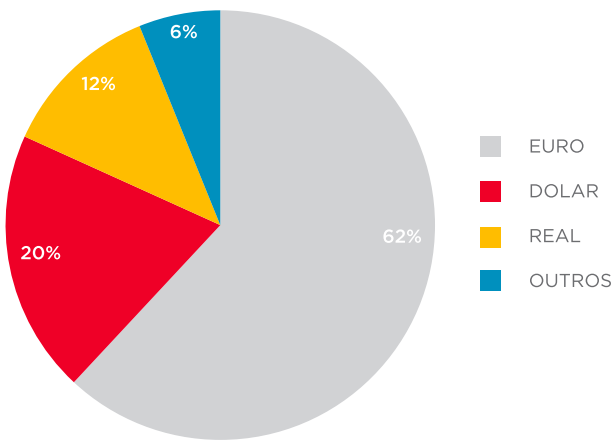
QUADRO 43
Dívida por Moedas Seleccionadas

| DÍVIDA | 2012 | 2011 |
|----------------------|-------|-------|
| Euro | 57,0% | 60,0% |
| Dólar | 17,0% | 18,0% |
| Libras | 23,0% | 20,0% |
| Real e outras moedas | 3,0% | 3,0% |

Fonte: Relatório de Resultados de 2012 da empresa.

Já sobre a ABENGOA, as suas atividades possuem acentuada diversificação geográfica, sendo o Brasil responsável por 13,0% da receita e a Espanha, por apenas 25,0%. Com relação ao endividamento, percebe-se uma predominância da dívida em euro (62,0%), sendo que as receitas na Europa correspondem a 42,0%, ou seja, existe espaço para a diminuição da dívida total da empresa, principalmente aquela vinculada ao Euro (Quadro 44).

QUADRO 44
Dívida da ABENGOA por Moeda



Fonte: Relatório de Resultado Anual de 2012.²⁷

²⁷Disponível em http://www.ABENGOA.com/export/sites/ABENGOA_corp/resources/pdf/en/gobierno_corporativo/informes_anuales/2012/2012_Volume3_AR.pdf.

6.3 PRINCIPAIS EMPRESAS ESPANHOLAS DE ENERGIA ELÉTRICA NO SETOR ELÉTRICO BRASILEIRO

I. PRINCIPAIS EMPRESAS BRASILEIRAS E SEUS GRANDES NÚMEROS

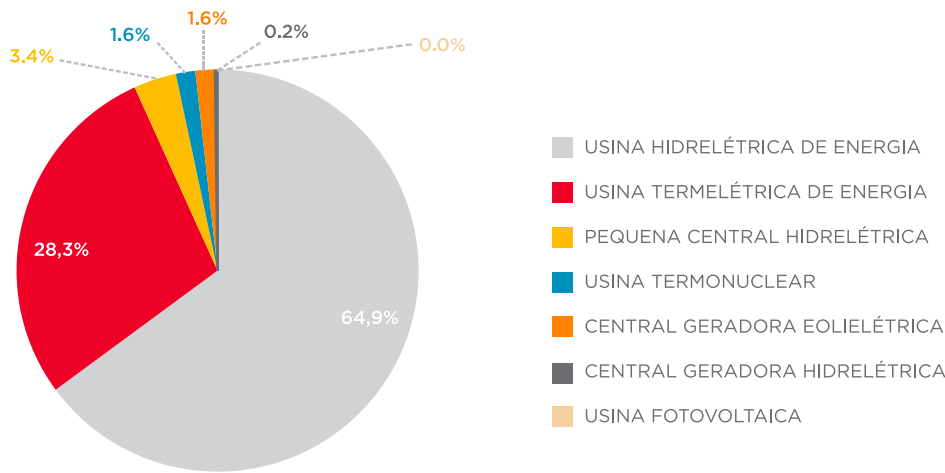
No mercado brasileiro, para efeitos de análise, serão abordados os segmentos de geração, transmissão e distribuição de energia elétrica.

Geração

De acordo com dados do Banco de Informações de Geração – BIG/ANEEL, a capacidade instalada total do sistema elétrico brasileiro em 07/03/2013 é aproximadamente de 127.091 MW. Esse total engloba não apenas as unidades geradoras do Sistema Interligado Nacional (SIN), mas conta também com aquelas instaladas nos sistemas isolados e a autoprodução clássica, não contabilizando a parcela de importação da UHE Itaipu não consumida pelo sistema elétrico paraguaio.

QUADRO 45

Capacidade Instalada de Geração de Energia Elétrica Brasileira (% do Total em 2013)



Fonte: ANEEL.

Com relação às empresas que operam no Brasil, o SIN conta com cerca de 2.780 usinas ou centrais geradoras. Dentre essas, as 20 maiores empresas geradoras correspondem a aproximadamente 81.563 MW de potência fiscalizada²⁸, ou aproximadamente 67% do total.

Considerando as grandes *holdings* que operam nesse segmento, a concentração de mercado fica mais acentuada. As empresas do sistema Eletrobrás são responsáveis por 41.621 MW da capacidade instalada de geração de energia elétrica no país, o que representa 35,5% do total da capacidade nacional. São 37 usinas hidrelétricas, 120 termelétricas, três eólicas e duas termonucleares.

Em seguida, atrás e em posição distante, está a Central Elétrica de São Paulo, a maior do estado e a segunda do país com aproximadamente 7.455 MW, ou 6,3%. Na terceira posição, a Cemig, por meio de suas subsidiárias integrais, controladas e coligadas de geração, possui 65 usinas em operação, sendo 59 hidrelétricas, três termelétricas e três eólicas, com 6.781 MW de capacidade instalada²⁹.

O Quadro 46 reporta os 10 maiores agentes de geração, de acordo com a capacidade instalada.

QUADRO 46

Os 10 Agentes de Maior Capacidade Instalada no País (Usinas em Operação)

| POSIÇÃO | AGENTES DO SETOR | POTÊNCIA INSTALADA (kW) |
|---------|--|-------------------------|
| 1º | Companhia Hidro Elétrica Do São Francisco - CHESF | 10.615.131 |
| 2º | Furnas Centrais Elétricas S.A. - FURNAS | 9.703.000 |
| 3º | Centrais Elétricas do Norte do Brasil S.A. - ELETRONORTE | 9.131.454,10 |
| 4º | Companhia Energética de São Paulo - CESP | 7.455.300 |
| 5º | Tractebel Energia S.A. - TRACTEBEL | 7.144.650 |
| 6º | Itaipu Binacional - ITAIPU | 7.000.000 |
| 7º | CEMIG Geração e Transmissão S.A. - CEMIG-GT | 6.781.584 |
| 8º | Petróleo Brasileiro S.A. - PETROBRAS | 6.288.420,60 |
| 9º | COPEL Geração e Transmissão S.A. - COPEL-GT | 4.781.990 |
| 10º | AES Tietê S.A. - AES TIETÊ | 2.652 |

Fonte: ANEEL.³⁰

Transmissão

A Rede Básica de transmissão do SIN, devido à sua grande extensão territorial e à presença de um parque gerador predominantemente hidrelétrico, se desenvolveu utilizando uma grande variedade de níveis de tensão, em função das distâncias envolvidas entre as fontes geradoras e os centros de carga. Desta forma, a Rede Básica de transmissão do SIN, que compreende as tensões de 230 kV a 750 kV, tem como principais funções³¹:

- Transmissão da energia gerada pelas usinas para os grandes centros de carga;
- Integração entre os diversos elementos do sistema elétrico para garantir estabilidade e confiabilidade da rede;
- Interligação entre as bacias hidrográficas e regiões com características hidrológicas heterogêneas, de modo a otimizar a geração hidrelétrica; e
- Integração energética com os países vizinhos.

As linhas de transmissão no Brasil costumam ser extensas, porque as grandes usinas hidrelétricas geralmente estão situadas a distâncias consideráveis dos centros consumidores de energia. Hoje, o país está quase que totalmente interligado, de norte a sul. Apenas o Amazonas, Roraima, Amapá e parte do Pará ainda não fazem parte do sistema integrado de eletrificação. Em 2013, apenas 3,4% da capacidade de produção de eletricidade do país não está conectada ao SIN, permanecendo em pequenos sistemas isolados localizados principalmente na região amazônica. Em alguns estados da região Norte, nas regiões não conectadas, o abastecimento é feito por pequenas usinas termelétricas ou por usinas hidrelétricas situadas próximas às suas capitais.

²⁸ Potência Fiscalizada é igual a considerada a partir da operação comercial da primeira unidade geradora.

²⁹ Disponível em <http://www.cemig.com.br/NossosNegocios/Paginas/Geracao.aspx>.

³⁰ Disponível em <http://www.ANEEL.gov.br/aplicacoes/AgenteGeracao/GraficoDezMaioresPotencia.asp>. Acessado em dezembro de 2012.

³¹ Plano Decenal de Expansão de Energia 2021 / Ministério de Minas e Energia. Empresa de Pesquisa Energética. Brasília: MME/EPE, 2012.

O sistema interligado de eletrificação permite que as diferentes regiões permutem energia entre si, quando uma delas apresenta queda no nível dos reservatórios. Como o regime de chuvas é diferente nas regiões Sul, Sudeste, Norte e Nordeste, os grandes troncos (linhas de transmissão da mais alta tensão de 500 kV ou 750 kV) possibilitam que os pontos com produção insuficiente de energia sejam abastecidos por centros de geração em situação favorável. O Quadro 47 apresenta as extensões e quantidades de linhas do SIN por nível de tensão.

QUADRO 47
Extensão e Quantidade de Linhas do SIN por Nível de Tensão

| NÍVEL DE TENSÃO | EXTENSÃO | QUANTIDADE DE LINHAS (MÓDULO LT) |
|-----------------|----------|----------------------------------|
| 765 kV | 2.698 | 9 |
| 600 kV | 4.044 | 5 |
| 525 kV | 5.226 | 44 |
| 500 kV | 29.644 | 200 |
| 440 kV | 6.830 | 54 |
| 345 kV | 9.360 | 131 |
| 230 kV | 44.056 | 747 |
| TOTAL | 101.858 | 1.190 |

Fonte: Santo Antônio Energia.

Na transmissão, a remuneração recebida pelas concessionárias é conhecida como receita anual permitida (RAP), que é um valor estabelecido na licitação para a outorga de concessão, correspondente aos gastos para disponibilização das instalações e para prestação do serviço público de transmissão de energia elétrica. O vencedor da licitação é aquele que puder garantir a prestação do serviço pela menor receita anual permitida. O Quadro 48 apresenta as principais empresas transmissoras de energia, as suas respectivas receitas anuais permitidas e a porcentagem no sistema.

QUADRO 48
Principais Empresas Transmissoras

| POSIÇÃO | TRANSMISSORA | RAP (R\$) | % |
|---------|------------------------|---------------|------|
| 1º | ELETROBRAS FURNAS | 1.889.985.023 | 19,6 |
| 2º | ELETROBRAS CTEEP | 1.671.502.879 | 17,4 |
| 3º | ELETROBRAS CHESF | 1.075.684.742 | 11,2 |
| 4º | ELETROBRAS ELETRONORTE | 723.281.577 | 7,51 |
| 5º | ELETROBRAS ELETROSUL | 691.997.825 | 7,19 |
| 6º | CEMIG | 410.778.119 | 4,27 |
| 7º | CEEE | 386.260.531 | 4,01 |
| 8º | NOVATRANS | 305.641.787 | 3,17 |
| 9º | TSN | 277.942.257 | 2,89 |
| 10º | EATE | 248.201.542 | 2,58 |
| TOTAL | | 7.681.276.283 | 79,8 |

Fonte: Santo Antônio Energia.

Distribuição

O segmento de distribuição se caracteriza como o segmento do setor elétrico dedicado à entrega de energia elétrica para o usuário final. Como regra geral, o sistema de distribuição pode ser considerado como o conjunto de instalações e equipamentos elétricos que operam, geralmente, em tensões inferiores a 230 kV, incluindo os sistemas de baixa tensão.

Atualmente, o Brasil possui pouco mais de 60 concessionárias do serviço público de distribuição de energia elétrica, além de um conjunto de permissionárias (cooperativas de eletrificação rural que passaram pelo processo de enquadramento como permissionária de serviço público de distribuição de energia elétrica). Essas distribuidoras levam energia a cerca de 63 milhões de unidades consumidoras, das quais 85,38% são residenciais. 99% dos municípios brasileiros são atendidos por redes de distribuição (no Anexo 2, são apresentadas as empresas concessionárias de distribuição de energia elétrica).

As maiores empresas distribuidoras de energia elétrica são de propriedade privada e fazem parte de grandes *holdings*, muitas destas com participação de capital estrangeiro ou de fundos de investimentos. O Anexo 3 apresenta a composição acionária das maiores empresas brasileiras de energia. O Quadro 49 lista as maiores empresas distribuidoras de energia por consumo em GWh ou número de consumidores e respectivas porcentagens na participação total.

QUADRO 49
Maiores Empresa Distribuidoras de Energia por Consumo ou Número de Consumidores

| EMPRESA DISTRIBUIDORA | CONSUMO EM GWh | PARTICIPAÇÃO NO TOTAL | EMPRESA DISTRIBUIDORA | NÚMERO DE CONSUMIDORES | PARTICIPAÇÃO NO TOAL |
|-----------------------|----------------|-----------------------|-----------------------|------------------------|----------------------|
| AES ELETROPAULO | 36.756 | 11,9% | CEMIG | 7.273.170 | 10,4% |
| CEMIG | 24.401 | 7,9% | AES ELETROPAULO | 6.314.797 | 9,1% |
| COPEL | 22.284 | 7,2% | COELBA | 5.079.622 | 7,3% |
| CPFL PAULISTA | 20.972 | 6,8% | COPEL | 3.915.730 | 5,6% |
| LIGHT | 19.877 | 6,5% | CPFL PAULISTA | 3.716.232 | 5,3% |
| COELBA | 14.925 | 4,9% | LIGHT | 3.698.214 | 5,3% |
| CELESC | 14.584 | 4,7% | CELPE | 3.054.952 | 4,4% |
| ELEKTRO | 12.119 | 3,9% | COELCE | 2.967.365 | 4,3% |
| CELG | 9.824 | 3,2% | CELESC | 2.420.707 | 3,5% |
| CELPE | 9.786 | 3,2% | AMPLA | 2.347.902 | 3,4% |
| TOTAL | 307.707 | 100,0% | TOTAL | 69.617.842 | 100,0% |

Fonte: ABRADEE. Elaboração própria a partir de dados de 2011.³²

6.4 PARTICIPAÇÃO RELATIVA DOS PLAYERS NACIONAIS E INTERNACIONAIS

Nessa subseção será novamente separada a análise em geração, transmissão e distribuição. Em relação aos atores (*players*) internacionais, o foco serão os ativos espanhóis.

Geração

No setor da geração, as empresas espanholas não possuem grande relevância. Segundo o Quadro 50, somando a participação de todos os empreendimentos das empresas espanholas chega-se a um total

³² Disponível em <http://www.abradee.org.br/images/planilhas-de-1996-a-2011/dados-de-2011.pdf>.

de 3.569.340 KW, o que representa aproximadamente 2,0% do total da geração do país. Considerando o total outorgado pelas usinas nas quais as empresas espanholas possuem participação, tem-se um total de 26.781.956, ou 15,9% do total outorgado no Brasil.

QUADRO 50
Participação de Empresas Espanholas na Geração de Energia

| EMPRESA | SOMA DAS PARTICIPAÇÕES NA POTÊNCIA OUTORGADA DAS USINAS (KW) | TOTAL DA POTÊNCIA OUTORGADA DAS USINAS QUE POSSUI PARTICIPAÇÃO (KW) |
|--|--|---|
| ABENGOA BIOENERGIA AGROINDÚSTRIA LTDA. | 147.400 | 147.400 |
| ALCOA INVERSIONES ESPANA S/A | 753.625 | 2.484.980 |
| BIDENAL HOLDING ESPANA S.L. | 2.101 | 57.600 |
| ELECNOR S.A. | 195.549 | 399.999 |
| ENDESA BRASIL S.A. | 655.962 | 710.800 |
| IBERDROLA ENERGIA S/A | 1.560.731 | 15.901.063 |
| IBERDROLA PARTICIPAÇÕES SGPS S.A | 60.673 | 6.742.814 |
| IBERDROLA RENOVABLES ENERGÍA, S.L. | 178.299 | 307.300 |
| IBERDROLA RENOVÁVEIS DO BRASIL S.A. | 15.000 | 30.000 |
| TOTAL | 3.569.340 | 26.781.956 |
| PARTICIPAÇÃO NO TOTAL DA POTÊNCIA OUTORGADA NO BRASIL (167.991.886 KW) ³³ | 2,12% | 15,94% |

Fonte: ANEEL.

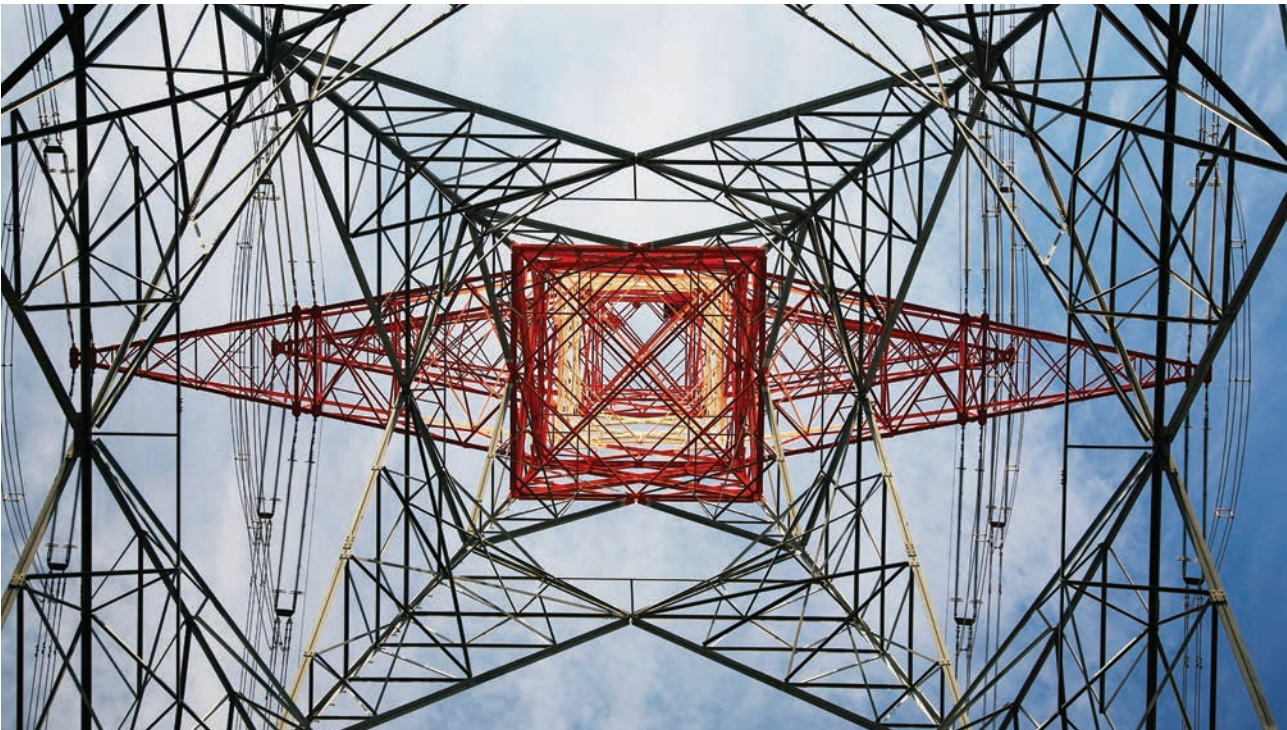
Transmissão

Com relação às empresas espanholas no setor de transmissão, a ISOLUX CORSÁN detém a concessão de 3.032 km de redes de transmissão de alta tensão e subestações associadas. O projeto mais emblemático e complexo é a construção de 1.191 km de redes de alta tensão nos estados do Pará e Amapá, na Amazônia, o qual ligará Manaus e Macapá com o sistema de redes do país³⁴.

A IBERDROLA, através da Neoenergia, também possui ativos de transmissão no Brasil. Suas empresas são:

- AFLUENTE TRANSMISSÃO DE ENERGIA ELÉTRICA S.A: é composta por três subestações denominadas de Tomba, Brumado II e Itagiba e das Linhas de Transmissão 230 kV Funil-Itagibá, Itagibá-Brumado II, Camaçari II-Polo-Ford, Tomba-Governador Mangabeira, e 138 kV Funil-Poções, todas localizadas no estado da Bahia. Os ativos de transmissão integram a Rede Básica, com potência instalada de 500 MVA, sendo 300 MVA na SE Tomba, em Feira de Santana, e 200 MVA na SE Brumado II, município do mesmo nome. As linhas de transmissão tem uma extensão total de 445 Km; e
- NARANDIBA: Conectada à Rede Básica, a SE Narandiba tem 200 MVA de Potência Instalada através de 2 transformadores de 230 kV/69 kV.

Já a ENDESA tem como seus principais ativos as Interconexões Energéticas Garabi I e II, que ocupam área de 600 mil m² em Garruchos e têm linhas de transmissão com aproximadamente 1.000 km de extensão. Na



Argentina, as linhas são administradas pelas subsidiárias COMPAÑÍA DE TRANSMISIÓN DEL MERCOSUR S.A. (CTM) e TRANSPORTADORA DE ENERGIA S.A. (TESA), das quais a ENDESA CIEN detém 99,99% do capital. Os sistemas possuem capacidade total de conversão e transmissão de 2.200 MW e estão aptos a transferir energia do Brasil, que opera em 60 hertz, para a Argentina e o Uruguai, que utilizam a frequência de 50 hertz. Sobre a ABENGOA, a empresa possui os seguintes projetos:

- ATE IV: operação de 30 anos e manutenção sob concessão da linha de transmissão de 85 km (TL) e quatro subestações;
- ATE V: operar e manter o km 132 da LT 230 kV e subestação;
- ATE VI: operação de 30 anos e manutenção da LT 230 kV e subestação para a Aneel. A linha de transmissão se estende por um total de 131 km;
- ATE VII: operação de 30 anos e manutenção sob concessão da LT 230 kV e subestação. A linha de transmissão de energia é de 115 km de comprimento;
- Projetos futuros em construção: (1) a 230 kV Jauru-Porto Velho, com uma extensão total de 987 km, (2) 586 km e 500 kV Oriximiná-Silves-Lechuga, e, (3) do km 108 e 230 kV ao ATE VIII Itaciúnas-Carajás linha de energia, com o contrato que engloba não apenas a construção da linha, mas também a operação e manutenção por 30 anos; e
- ABENGOA começou a construção do projeto de 600 kV da Coletora Porto Velho-Araraquara 2 Bipolo2 DC (corrente contínua), que vai medir cerca de 2.412 km, um dos maiores do mundo, e é projetado para transmitir um máximo de 3.150 MW.

No último trimestre de 2012, a ABENGOA negociou um contrato de concessão para três novas linhas de transmissão no Brasil. A primeira concessão envolveu quatro linhas de transmissão, que abrangiam 1.816 km e duas subestações elétricas, enquanto o segundo dos contratos exigia da empresa a construção de linha de transmissão de 286 km e duas subestações. O terceiro e último contrato adjudicado à ABENGOA consiste de uma linha de transmissão de 370 km localizado entre o Estreito e Itabirito duas estações no Estado de Minas Gerais.

³³ São considerados os empreendimentos em operação e a adição de 42.875.302 kW na capacidade de geração do país, proveniente dos 159 empreendimentos atualmente em construção e mais 545 outorgados.

³⁴ Fonte: <http://www.ISOLUXcorsan.com/pt/areas-de-negocio/concesiones/linhas-de-transmissao>.

No primeiro trimestre de 2012 a ABENGOA vendeu para a CEMIG 50% da *joint venture*, de quatro concessões de transmissão de energia relativas ao STE, ATE I, ATE II e ATE III linhas. Os outros 50% já haviam sido vendidos em 2011³⁵.

Por último, a ELECNOR também está presente no mercado brasileiro de transmissão de eletricidade, com um total de 11 concessões que somam 9.340 MVA e 3.734 quilômetros de linhas no total. Além disso, recentemente a empresa ganhou uma concessão de transmissão de energia elétrica que consiste em uma subestação de 200 MVA no Mato Grosso do Sul. A duração do contrato com concessão será de 30 anos³⁶.

Distribuição

Com relação às empresas espanholas, elas ocupam posição de destaque no setor através da IBERDROLA e ENDESA. A primeira detém a propriedade total da ELEKTRO e parcial da Neoenergia, que, por sua vez, é proprietária das empresas CELPE, COELBA e COSERN. Já a segunda, através da ENDESA Brasil, é proprietária das distribuidoras AMPLA e COELCE. Juntas, as duas empresas possuem aproximadamente 18,6% do consumo ou 24,2% do número de consumidores do mercado nacional, conforme apresentado no Quadro 51.

QUADRO 51
Empresas Espanholas Distribuidoras de Energia por Consumo ou Número de Consumidores

| EMPRESA DISTRIBUIDORA | CONSUMO EM GWh | PARTICIPAÇÃO NO TOTAL | EMPRESA DISTRIBUIDORA | NÚMERO DE CONSUMIDORES | PARTICIPAÇÃO NO TOAL |
|-----------------------|----------------|-----------------------|-----------------------|------------------------|----------------------|
| IBERDROLA | 40.724 | 13,2% | IBERDROLA | 11.547.439 | 16,6% |
| ELEKTRO | 12.119 | 3,9% | ELEKTRO | 2.253.800 | 3,2% |
| CELPE* | 9.786 | 3,2% | CELPE* | 3.054.952 | 4,4% |
| COELBA* | 14.925 | 4,9% | COELBA* | 5.079.622 | 7,3% |
| COSERN* | 3.894 | 1,3% | COSERN* | 1.159.065 | 1,7% |
| ENDESA | 16.602 | 5,4% | ENDESA | 5.315.267 | 7,6% |
| AMPLA | 8.621 | 2,8% | AMPLA | 2.347.902 | 3,4% |
| COELCE | 7.981 | 2,6% | COELCE | 2.967.365 | 4,3% |
| TOTAL | 57.326 | 18,6% | TOTAL | 16.862.706 | 24,2% |

Fonte: ABRADEE.

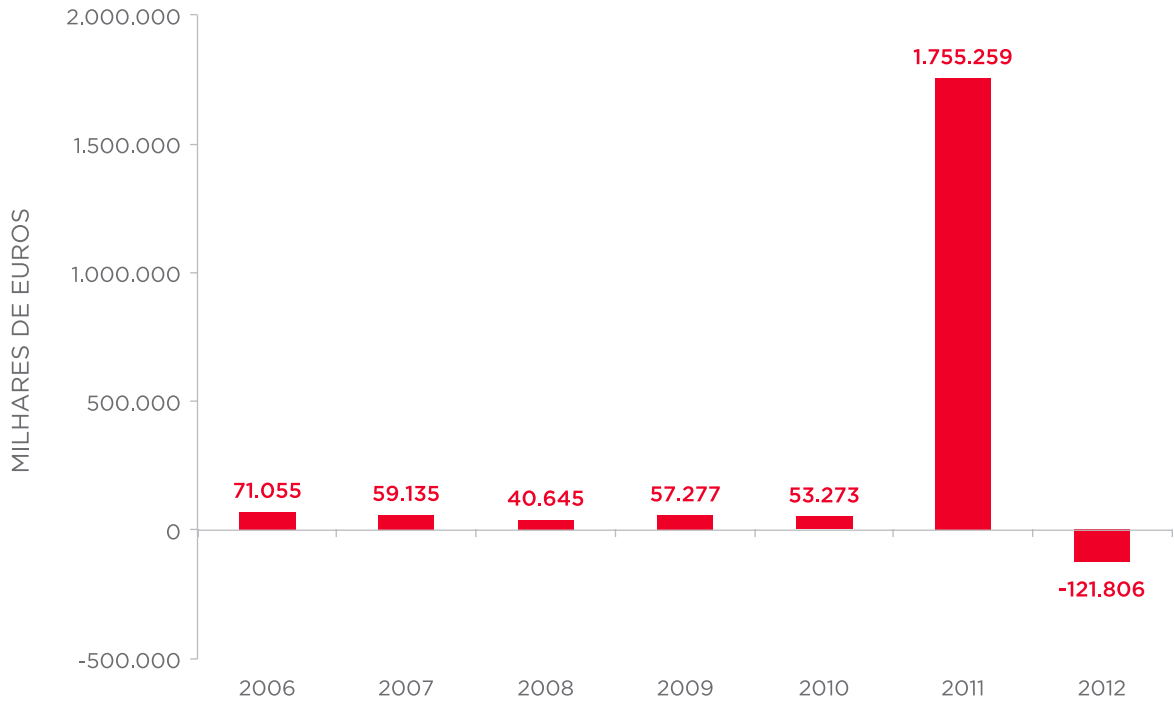
6.5
SENSIBILIDADE DAS EMPRESAS DE MAIOR PORTE AOS RISCOS APRESENTADOS PELA CRISE NA ESPANHA

Apesar da crise espanhola, as empresas do país que possuem negócios no Brasil não deixaram de investir no território brasileiro e, nos últimos anos, pelo contrário, alguns investimentos importantes foram feitos, como pode ser observado no Quadro 52. Um dos melhores exemplos da continuidade do fluxo de investimento espanhol no setor de energia é a compra da ELEKTRO pela IBERDROLA, que pertencia à norte-americana ASHMORE ENERGY INTERNACIONAL, no valor de 1,78 bilhão de euros em 2011.

Outros setores que vem recebendo investimentos são os de geração e transmissão de energia. Na geração, chamam a atenção alguns investimentos no setor de energia renovável, principalmente a eólica.

Por outro lado, devido a problema de alto endividamento, em 2012, a ABENGOA vendeu 50,0% de ativos restantes da empresa TESA, que opera linhas de transmissão no Brasil, pelo valor de 376 milhões de euros (R\$ 884 milhões). Isso permitiu uma redução de 25,0% do endividamento líquido corporativo registrado em 31 de dezembro de 2011.

QUADRO 52
Fluxo Líquido de Investimento Espanhol no Setor de Energia³⁷



Fonte: Data Inxev (Dados de Investimento Espanhol no Exterior).

6.6
EFEITOS DA REGULAÇÃO E DE ALTERAÇÕES RECENTES NO MARCO LEGAL E REGULATÓRIO SOBRE AS ESTRATÉGIAS DAS EMPRESAS

A renovação das concessões do setor elétrico

Uma das mais marcantes mudanças recentes no marco regulatório do setor elétrico no Brasil envolve a renovação de concessões de geração, transmissão e distribuição³⁸. A decisão de facultar a renovação das concessões vincendas foi implementada por meio da Medida Provisória 579, de 11 de setembro de 2012, que possibilitou a renovação de contratos de concessão de geração, transmissão e distribuição que, em princípio, teriam seus respectivos prazos encerrados entre 2015 e 2017³⁹. A referida medida teve

³⁵ Fonte: http://www.ABENGOA.com/export/sites/ABENGOA_corp/resources/pdf/en/gobierno_corporativo/informes_anuales/2012/2012_Volume1_AR.pdf.

³⁶ Fonte: <http://exame.abril.com.br/negocios/noticias/ELECNOR-investira-12-milhoes-de-euros-no-brasil/>.

³⁷ Setor de energia é composto aqui pelos setores: 3512 transporte de energia elétrica, 3513 distribuição de energia elétrica, 3514 comércio de energia elétrica, 3515 produção de energia hidroelétrica, 3516 produção de energia elétrica de origem térmica convencional, 3517 produção de energia elétrica de origem nuclear, 3518 produção de energia elétrica de origem eólica, 3519 produção de energia elétrica de outros tipos.

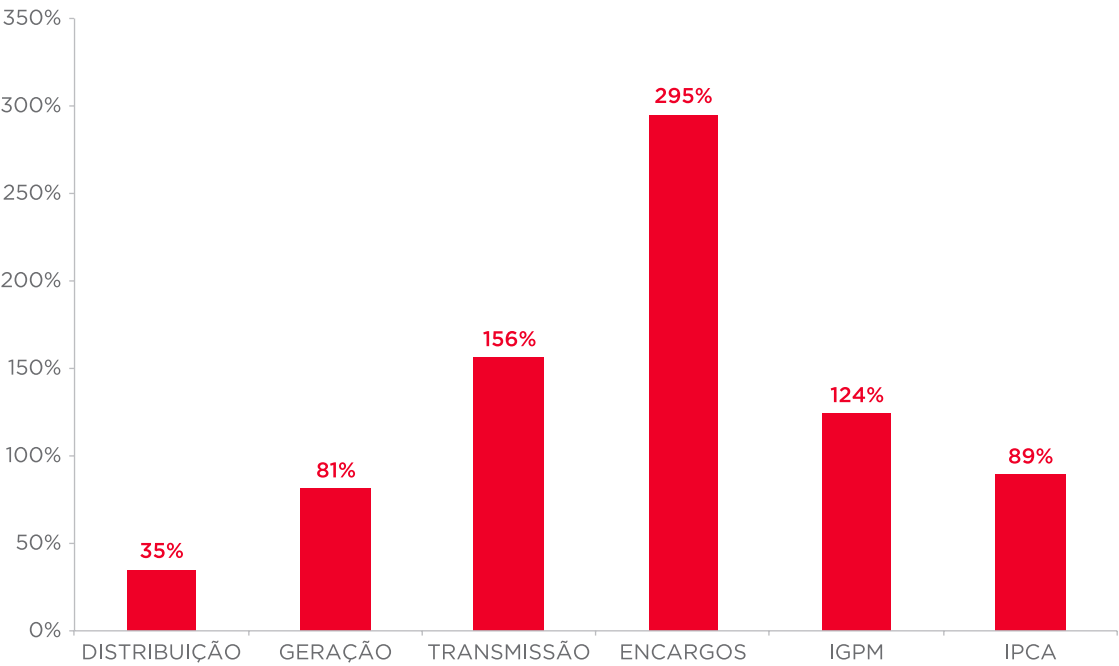
³⁸ Para que se possa compreender a magnitude do impacto dessa decisão, dados divulgados pelo Ministério de Minas e Energia apontam para que podiam ser renovados, com base na medida provisória, “20 contratos de concessão de geração, com prazos de vencimento entre 2015 e 2017, totalizando 22 mil megawatts, equivalentes a cerca de 20% do parque gerador”. No segmento da transmissão, a medida abrangia “nove contratos, com prazos de vencimento em 2015, totalizando 85 mil quilômetros, representando 67,0% da rede básica do sistema interligado nacional (SIN)”. Já com relação à distribuição, poderiam ser renovados “44 contratos, com prazos de vencimentos entre 2015 e 2016, representando 35,0% do mercado consumidor”.

³⁹ Referida medida provisória foi posteriormente convertida na Lei 12.783, de 11.01.2013.

seu caráter de urgência justificado pelo governo na necessidade premente de diminuição dos custos de energia, como forma de redução do custo país e, conseqüentemente, da elevação da competitividade da indústria nacional.

A título de ilustração, o Quadro 53 apresenta a variação dos diferentes componentes dos custos de eletricidade entre 2001 e 2011, evidenciando que a remuneração da energia comprada e proveniente das distribuidoras de energia experimentou variação menor que a verificada nos índices inflacionários no período. Essa informação evidencia a necessidade de atentar para outros componentes responsáveis pela elevação experimentada recentemente nos preços da eletricidade no Brasil.

QUADRO 53
Evolução das Componentes de Custos de Energia Elétrica no Período 2001/2011 –
Valores Ponderados pelo Montante de MWh



Portanto, para diminuir o custo final deste insumo, o governo optou por reduzir parte desses encargos e aproveitar a aproximação do vencimento dos contratos de certas concessões para modificar substancialmente a forma de remuneração da energia nelas comercializada. O objetivo final explícito do governo era atingir uma queda de 20,0% nas tarifas, em média⁴⁰, sendo cerca de 7,0% decorrentes da redução de encargos e os restantes 13,0% com mudanças no cálculo das tarifas de geração e transmissão. Além da redução dos encargos, segundo a Medida Provisória, a queda no preço da energia seria resultado da cessação da remuneração dos ativos dessas antigas concessões, considerados pelo governo, em grande parte, já amortizados e, no que tange aos não amortizados, com sua indenização antecipada pelo governo, no momento da renovação.

Dessa forma, uma primeira conclusão é que, ao evitar a licitação de tais concessões, por meio da introdução da possibilidade de renovar tais contratos, restou evidenciada a clara opção governamental pela manutenção da elevada participação direta do Estado como agente econômico no setor elétrico.

A renovação proposta pelo governo impôs rígidas condições às empresas que desejassem a ela aderir, conforme se passa a detalhar a seguir.

A renovação das concessões e a Medida Provisória 579/2012

Na busca por modicidade tarifária, a Medida Provisória 579/12 estabeleceu que a redução nos preços de eletricidade seria alcançada primordialmente através de:

- Renovação de um conjunto de concessões de geração, transmissão e distribuição, com sua antecipação já para o início de 2013 e nova forma de fixação do preço da energia;
- Extinção ou redução de um conjunto de encargos até então incidentes sobre o consumo de eletricidade⁴¹; e
- Alocação da energia a ser produzida pelos ativos de geração objeto da renovação unicamente ao ambiente regulado.

Em linhas gerais, a proposta do governo consistiu em oferecer prorrogação dos contratos a vencer entre 2015 e 2017, em troca da qual as empresas se comprometeriam a alocar toda a energia a ser gerada ao Ambiente Regulado de Contratação (ACR), através de um regime de cotas a serem definidas pela ANEEL. No novo sistema, a remuneração da geração de eletricidade passa a ser regulada por tarifas que compensam apenas custos de operação e manutenção, acrescidos de 10,0% (dez por cento) a título de administração dos ativos pela concessionária⁴².

O governo supunha que as condições propostas seriam suficientemente atrativas para as empresas, a ponto de compensar a considerável perda de receitas prevista por conta dessa recontração. Entretanto, várias concessionárias optaram por permanecer com contratos vigentes, ainda que por pouco tempo, considerando a possibilidade de participar de novas licitações no futuro⁴³.

Pode-se argumentar que, por meio da Medida Provisória, o governo federal propôs uma profunda mudança na relação entre concessionárias e poder concedente; ou seja, um novo “negócio” ou repactuação das concessões. Não se tratou de mera prorrogação de prazo de concessões já existentes, nem de sua simples renovação nas mesmas bases.

Com a proposta, verificou-se uma mudança de orientação de um modelo de regulação por incentivos para o retorno a um modelo regulatório com base em custos. O regulador, por sua vez, volta a exercer maior monitoramento da concessionária, em detrimento de um programa de maior incentivo à eficiência. Trata-se, assim, de uma espécie de retorno ao modelo anterior à Lei 8.631, que, em 1993, determinou a extinção do regime de remuneração garantida (*cost plus*) no setor elétrico brasileiro⁴⁴.

Com relação às concessões de transmissão, também foram previstos novos valores a serem praticados, com o estabelecimento de novas Receitas Anuais Permitidas (RAPs) para as concessionárias que aderissem à proposta de renovação, a serem definidas pelo poder concedente⁴⁵.

⁴¹ A MP determinou que as concessionárias de distribuição e, por conseguinte, os usuários do serviço não mais custearão a Reserva Global de Reversão - RGR e a Conta de Consumo de Combustíveis Fósseis (CCC). A RGR consistia de um encargo setorial criado pela Lei 5.655/71, originalmente visando angariar fundos necessários à indenização de bens reversíveis. Com o passar do tempo, seus valores puderam ser destinados a outros fins, como eletrificação rural. Por sua vez, a CCC constitui encargo voltado a financiar a equalização de custos de eletricidade nos sistemas isolados, relativamente ao Sistema Interligado Nacional (SIN). Houve ainda redução do valor a ser cobrado a título de Conta de Desenvolvimento Energético - CDE, que, dentre outras finalidades, é utilizada para financiar a universalização do acesso à eletricidade.

⁴² As tarifas iniciais de energia a serem praticadas para cada usina hidrelétrica objeto de renovação da concessão foram estabelecidas pela Portaria 578, de 31.10.12, do Ministério de Minas e Energia.

⁴³ Segundo a Consultoria Econômica, as 34 empresas do setor elétrico listadas em Bolsa perderam, nos quatro meses após o anúncio da redução das tarifas de energia implementado por meio da MP 579/12, R\$ 37,23 bilhões em valor de mercado, recuando de R\$ 206,4 bilhões para R\$ 169,17 bilhões, entre 6 de setembro de 2012 e 10 de janeiro de 2013, o que representou uma queda de 18,03%. Fonte: Revista Exame, “Setor elétrico perde R\$ 37,2 bi em valor de mercado”. Disponível em <http://exame.abril.com.br/mercados/analises-de-aco-es/noticias/setor-eletrico-perde-r-37-2-bi-em-valor-de-mercado>. Acesso em 11.01.2013.

⁴⁴ Observa-se que, com o novo modelo, mesmo eventuais repotenciações ou melhorias de usinas passam a depender de autorização prévia do regulador, o que reflete novamente um retorno ao sistema da regulação de custos, e não de regulação por incentivos. A interferência do poder concedente nas decisões das concessionárias passa, assim, a ser muito mais intensa e diuturna.

⁴⁵ A Portaria MME 579, de 31.10.2012, estabeleceu as RAPs para os empreendimentos de transmissão objeto de renovação.

⁴⁰ O Ministério de Minas e Energia noticiou a intenção de reduzir o preço da energia elétrica em 20,2%, em média. Notícia disponível em <http://www.mme.gov.br/mme/menu/concessoes.html>. Acesso em dezembro de 2012.



Adicionalmente, a MP 579/12 previu o uso dos valores arrecadados a título de Reserva Global de Reversão, fundo administrado pela ELETROBRAS, para fins de indenização dos ativos ainda não amortizados ou depreciados às empresas cujas concessões viessem a ser renovadas. Assim, ao mesmo tempo em que eliminou esse encargo das contas de luz pagas pelos usuários, previu-se a antecipação da indenização dos investimentos não amortizados, de modo a não mais gerarem impacto sobre a tarifa.

Além da limitação do espectro de bens reversíveis para efeitos de indenização, a medida provisória determinou que o seu valor seria baseado no critério de Valor Novo de Reposição (VNR), e não no valor contábil do que efetivamente havia sido despendido pelo agente econômico em investimentos na concessão, conforme aprovado pela agência reguladora.

Por se tratar de uma proposta, na concepção do governo, a indenização oferecida não precisaria refletir o conceito de reversão. No entanto, essa postura gerou incerteza regulatória. Além de ser uma opção criticável – haja vista que os investimentos foram efetivamente realizados pelas concessionárias, com aprovação da ANEEL, e deveriam, portanto, ser indenizados no que tange à parcela não depreciada ou amortizada – formaram-se expectativas de que o VNR pudesse ser utilizado como mecanismo de cálculo de indenizações também nos casos de reversão dos ativos, quando do término da vigência dos contratos de concessão, que não tenham sido objeto de renovação nos termos da MP 579/12.

A combinação dos fatores apontados – perda de receitas, intervenção do regulador nas decisões das empresas, transformação das concessionárias em meras prestadoras de serviços com remuneração baseada em custos de operação e margens reguladas, além da mudança no critério de cálculo de indenização dos bens objeto de reversão – mostrou-se não atrativa para parte expressiva dos investidores, o que veio a se refletir na decisão de alguns agentes de geração de não renovar os contratos de concessão de vários de seus empreendimentos⁴⁶. O Quadro 54 apresenta o resultado da renovação de concessões no segmento de geração em face da adesão aos termos da proposta da MP 579/2012.

⁴⁶ No caso da Eletrobrás, alguns acionistas privados se manifestaram publicamente contra a adesão à proposta, apontando fragilidade na argumentação em favor da renovação. Ver, a título ilustrativo, a matéria intitulada “Minoritários da Eletrobras reagem”, publicada no jornal Valor Econômico, em 26.11.2012.

Por fim, no tocante à governança do processo regulatório, cabe destacar que os agentes econômicos foram levados a tomar decisões de extrema relevância em um ambiente de elevada incerteza. Isso é evidenciado pelo fato de que a redação da Medida Provisória, no momento da assinatura dos contratos que formalizaram a renovação das concessões, ainda podia vir a ser substancialmente alterada pelo Congresso Nacional, sendo indicativo dessa possibilidade o fato de que o Projeto de Lei de Conversão da Medida Provisória – PLV recebeu 431 emendas na Câmara dos Deputados⁴⁷. Esse fato é agravado, considerando a relevância do tema e que este se encontrava na pauta do setor elétrico pelo menos desde 2007.⁴⁸ Ademais, seus reflexos em muito transcendiam o setor, estendendo-se a diversos outros segmentos de infraestrutura.

QUADRO 54
Renovação de Concessões de Geração de Eletricidade (MP 579/2012)

| REJEITARAM | | |
|------------|------------------|------|
| EMPRESAS | NÚMERO DE USINAS | MW |
| Celesc | 7 | 71 |
| Cemig | 18 | 1065 |
| Cesp | 3 | 5803 |
| Copel | 4 | 272 |

| ACEITARAM | | |
|-------------|------------------|------|
| EMPRESAS | NÚMERO DE USINAS | MW |
| CEEE | 12 | 420 |
| Chesf | 11 | 9292 |
| Eletronorte | 1 | 68 |
| Emae | 4 | 947 |
| Furnas | 6 | 4617 |
| Outras | 16 | 137 |

Fonte: ANEEL.

As ponderações anteriores têm o objetivo de trazer uma reflexão sobre o fato de que, em razão da ausência de maior debate público, perdeu-se a chance de uma análise mais ampla entre custos e benefícios da opção governamental pela renovação das concessões, em detrimento da possibilidade de retomá-las e relicitá-las. Uma decisão política de tamanha envergadura e com potencial efeito sobre tantos agentes econômicos e usuários merecia ter sido objeto de um profundo estudo de impacto regulatório previamente à sua adoção, com suas premissas, opções regulatórias e a motivação da decisão ao final adotada sendo objeto de discussão pública.

⁴⁷ A Medida Provisória 579 foi editada em 11.09.2012 e regulamentada apenas três dias depois. Assim, em 14.09.2012, o Decreto 7805/12 determinou que as concessionárias cujos prazos de concessão estivessem a menos de 60 meses de seu termo final teriam apenas um mês para decidir se adeririam ou não à proposta governamental, devendo manifestar sua intenção até 15.10.2012. O art. 3º do Decreto estabeleceu ainda que, até 01.11.2012, o poder concedente convocaria as concessionárias que tivessem manifestado interesse para assinar o instrumento contratual formalizador da renovação, cuja data-limite foi fixada pelo Ministério de Minas e Energia em 04.12.2012. Todavia, no dia 04 de dezembro ainda tramitava no Congresso Nacional o Projeto de Lei de Conversão (PLV) da MP 579/12, que somente foi votado pela Câmara dos Deputados em 18.12.2012, mesma data em que o Senado Federal veio a aprovar o texto sem modificações adicionais. A publicação da lei somente ocorreu em 11.01.2013.

⁴⁸ O tema também foi objeto de preocupação do Tribunal de Contas da União, expressa mais de dois anos antes da edição da MP. Em maio de 2010, após detalhado processo de auditoria sobre segurança energética, o TCU determinou ao MME que informasse, “no prazo de 90 dias: (...) as ações que estão sendo adotadas, e respectivo cronograma até conclusão, em preparação para o vindouro vencimento (a partir de 2015) das concessões de geração, distribuição e transmissão, particularmente quanto ao desenvolvimento de estudos pertinentes sob o enfoque jurídico, econômico-financeiro, risco de descontinuidade, necessidade de repotenciação de usinas hidrelétricas, entre outros” (Acórdão 1196/2010 – TCU – Plenário, j. em 26.05.2010).

Transmissão

Sobre o segmento de transmissão, o país possui um sistema considerado complexo, em parte como reflexo da predominância hidráulica da capacidade instalada do parque de geração, que coloca a necessidade de transportar grandes volumes de energia em muitos casos por grandes distâncias (dado que é comum as usinas de geração estarem localizadas a grandes distâncias dos centros de consumo). Geradores, transmissores, distribuidores, importadores e exportadores de energia elétrica encontram-se interconectados em um único e mesmo sistema, operado centralizado. Apenas 3,4% da capacidade de geração do país encontram-se fora do SIN, atendendo aos chamados sistemas isolados.⁴⁹

Ainda que a Lei 10.848/04 não tenha exigido a separação estrutural dos segmentos de geração e transmissão, o modelo estabelecido em 2004 impôs a contratação separada da produção e do transporte de eletricidade.

O custeio da transmissão de energia dá-se por meio da cobrança de Tarifa de Uso do Sistema de Transmissão, paga por todos os agentes que se conectam ao SIN, ou seja, pelos usuários do sistema, a exemplo de geradores e distribuidores (que repassam aos consumidores os custos correspondentes) ou mesmo grandes consumidores. As transmissoras, por sua vez, remuneram-se por meio do recebimento de uma receita anual, denominada Receita Anual Permitida (RAP), cujo pagamento é rateado pelos usuários do sistema.

O processo de desestatização do segmento de transmissão foi destinado especialmente a viabilizar a ampliação da rede, mediante a promoção de procedimentos licitatórios para construção, operação e manutenção de novas linhas de transmissão. Os empreendimentos que haviam sido construídos e eram operados pelas estatais do setor não tiveram sua exploração transferida para a iniciativa privada, o que explica porque a maior parte dessa atividade segue sendo estatal.⁵⁰

Desde 1999, têm sido realizados leilões com vistas a promover a expansão das instalações de transmissão no âmbito do Sistema Interligado Nacional, na forma de competição pelo mercado. Trata-se de selecionar um agente/investidor para implantar instalações nos termos do Edital, conforme planejamento, de acordo com padrões estabelecidos pelo Poder Concedente. Os leilões de novas linhas de transmissão têm por critério de julgamento a menor Receita Anual Permitida. Trata-se de modelagem que obteve grande êxito, tendo resultado em preços progressivamente menores, em grande parte reflexo da competição.⁵¹ A expansão da transmissão, contratada através de leilões realizados pela ANEEL, viabilizou a implantação de 38,8 mil quilômetros de novas linhas de transmissão, com um total de 60,6 mil MVA de potência de transformação, promovendo a entrada no segmento.⁵² Tal entrada não se restringiu a capitais nacionais, pelo contrário, foram recepcionados capitais privados multinacionais. As empresas espanholas que se sagraram vencedoras realizaram expressivos investimentos, promovendo redução de custos com implantação de novas (ainda que não necessariamente inovadoras) técnicas construtivas. Foi também implementada a regulação do monitoramento de qualidade e, em grande parte dos casos, os investimentos foram entregues com antecipação da entrada em operação comercial.

Entretanto, esse movimento virtuoso inicialmente observado começou a se alterar nos anos recentes. A crise do mercado internacional colocou dificuldades para a atração de investidores externos, dificultando

uma maior competição nas licitações. Adicionalmente, o processo de licenciamento ambiental passou a apresentar dificuldades e atrasos também no segmento de transmissão.

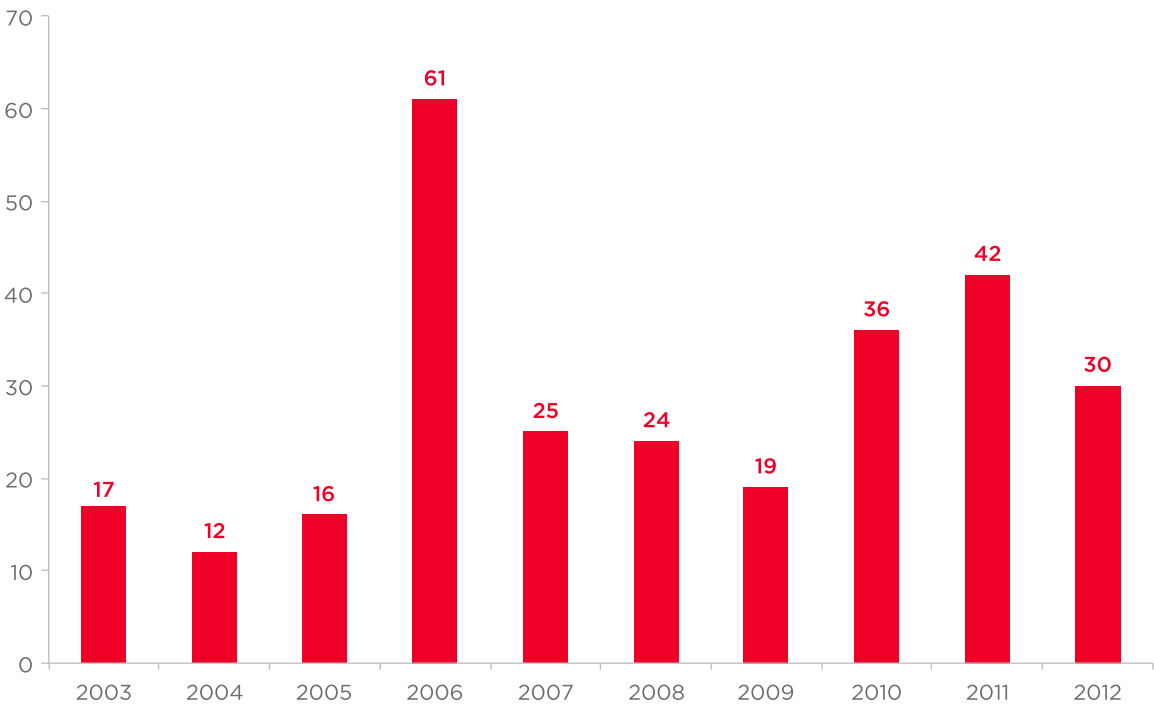
O quadro atual é de expressivos atrasos no início da operação comercial dos empreendimentos, com a imputação de sobrecustos aos consumidores. Os casos mais graves decorrem de atrasos nas instalações de transmissão, que impedem o transporte de energia proveniente de novas usinas.⁵³

6.7 CANDIDATOS POTENCIAIS À ASSUNÇÃO DOS ATIVOS DAS EMPRESAS ESPANHOLAS

A composição acionária das empresas do setor energético brasileiro é marcada por possuir uma grande quantidade de empresas com capital aberto, algumas dessas inclusive com ações listadas em bolsa. Entre os acionistas principais, pode-se observar a participação de capital público federal, como a Eletrobrás, estadual e até municipal. O setor privado também tem participação relevante, contando com empresas brasileiras e estrangeiras.⁵⁴

Essa diversidade de empresas participantes do mercado de energia está em constante transformação. Como pode-se ver no Quadro 55, o setor de energia nos últimos 10 anos teve uma média de 28 transações de Fusões e Aquisições por ano, o que fez desse setor um dos dez maiores em número de transações.

QUADRO 55
Número de Transações do Setor de Energia



Fonte: KPMG.⁵⁵

⁴⁹ Dado disponível em http://www.ons.org.br/conheca_sistema/o_que_e_sin.aspx. Acesso em dezembro de 2012.

⁵⁰ Como visto, o grupo Eletrobras opera mais de 50% das linhas de transmissão do país, havendo ainda a participação das estatais estaduais nessa atividade.

⁵¹ Para referências, ver: A.P. Carlos e J. Dutra, "Strategic Behavior of Winning Bids in the Brazilian Electricity Transmission Auctions", Presented at XXX Brazilian Econometric Society Congress, 2008. In: A. P. Carlos, Essays on Infrastructure in Brazil, Tese de Doutorado, EPGE/FGV, 2010.

⁵² "A ANEEL licitou até o primeiro semestre de 2010 aproximadamente 38,8 mil quilômetros de novas linhas de transmissão e um total de 60,6 mil MVA de potência de transformação, ampliando a Rede Básica do Sistema Interligado Nacional - SIN. Estes empreendimentos atraíram investidores nacionais e internacionais, principalmente de países como Espanha, Itália, Colômbia, Portugal e Argentina". Fonte: ANEEL. Dados disponíveis em <http://www.ANEEL.gov.br/area.cfm?idArea=54>. Acesso em dezembro de 2012.

⁵³ A razão tem origem na UHE de Santo Antônio, que, pela primeira vez, insulou geradores de riscos decorrentes da incapacidade de injetar energia gerada em decorrência de atrasos em empreendimentos de transmissão. Tal mecanismo foi posteriormente estendido a todos os empreendimentos de geração. Exemplos de prejuízos incorridos pelos consumidores são: a interligação do Sistema Acre-Rondônia e um conjunto de usinas eólicas cuja conexão seria de responsabilidade da CHESF.

⁵⁴ No Anexo 3, estão apresentadas mais informações sobre a composição acionária das principais empresas de energia do Brasil.

⁵⁵ Disponível em http://www.kpmg.com/BR/PT/Estudos_Analises/artigosepublicacoes/Paginas/FA-4-trimestre-2012.aspx.

Não é só no Brasil que o setor de energia tem atraído o interesse de investimentos. De acordo com a Merrill Datasite, o setor de energia liderou as operações de fusões e aquisições de *middle market* nas Américas, com US\$ 19 bilhões anunciados em mais de 217 transações, a maioria dos quais ocorreu nos EUA e Canadá.

Analisando as transações brasileiras em 2011 e 2012, pode-se observar que a grande maioria (41 em 72) são transações domésticas, ou seja, que só envolvem empresas de capital brasileiro. Além dessas, as empresas de capital majoritário brasileiro adquiriram de estrangeiros 12 empresas no mesmo período, totalizando 53 aquisições, por empresas brasileiras, de empresas de capital brasileiro ou estrangeiro.

Entretanto, as empresas de capital predominantemente estrangeiro também possuem papel relevante no mercado de Fusões e Aquisições do setor de energia brasileiro. No mesmo período de 2011 e 2012, as empresas de capital majoritariamente estrangeiro foram responsáveis por 18 transações num total de 72, sendo 11 dessas de brasileiros e 7 de estrangeiros, conforme apresentado no Quadro 56.

QUADRO 56
Transações por Tipo de Composição Acionária

| TIPO DE TRANSAÇÃO | NÚMERO DE TRANSAÇÕES EM 2011 E 2012 |
|--|-------------------------------------|
| Transações domésticas | 41 |
| Empresa de capital majoritário brasileiro adquirindo, de estrangeiros, capital de empresa estabelecida do Brasil | 12 |
| Empresa de capital majoritário estrangeiro adquirindo, de brasileiros, capital de empresa estabelecida do Brasil | 11 |
| Empresa de capital majoritário estrangeiro adquirindo, de estrangeiros, capital de empresa estabelecida do Brasil | 7 |
| Empresa de capital majoritário brasileiro adquirindo, de estrangeiros, capital de empresa estabelecida do exterior | 1 |
| Empresa de capital majoritário estrangeiro adquirindo, de brasileiros, capital de empresa estabelecida do Brasil | 0 |
| TOTAL | 72 |

Fonte: KPMG.

Observando através de uma ótica mais macro, de acordo com a PWC⁵⁶, os investidores estrangeiros responderam por 41,0% das transações anunciadas em 2012. Entretanto, caso haja um arrefecimento da crise financeira com o passar do tempo, é esperada uma maior quantidade de investimentos estrangeiros em Fusões e Aquisições no Brasil.

Outro dado interessante é a participação de investidores financeiros (*Private Equity*) nas transações brasileiras nos últimos anos. De acordo com dados da PWC, nos últimos cinco anos, aproximadamente 35,0% das transações foram realizadas por esse tipo de empresa.

Um novo *player* que pode alterar a configuração atual do mercado de energia brasileiro é a China. Empresas desse país, nos últimos anos, vêm realizando investimentos significativos no setor de petróleo e gás. A partir principalmente de 2011, o setor de energia elétrica, mais precisamente no ramo de transmissão, vem atraindo investimentos chineses. Em maio de 2012, a companhia chinesa State Grid comprou, da

espanhola Actividades de Construcción y Servicios, sete linhas de transmissão de energia elétrica no Brasil. O valor foi de US\$ 531 milhões, além da assunção de US\$ 411 milhões em dívidas. Em março do mesmo ano, a mesma State Grid juntou-se à paranaense Copel para arrematar, em leilão, o direito à construção e à operação do sistema de transmissão que vai conectar as usinas do rio Teles Pires, que atravessa os estados do Mato Grosso e Pará, ao sistema elétrico nacional.

Portanto, com base nas informações de transações apresentadas nos parágrafos acima, no caso de não ocorrência de grandes transformações no mercado de energia brasileiro, a expectativa é que os principais candidatos a adquirir eventuais ativos espanhóis sejam empresas de capital majoritariamente brasileiro. Além disso, pode-se esperar também uma participação, ainda que minoritária, de *Private Equitys* nessas transações, como já acontece hoje, por exemplo, com a Squadra Investimentos (Equatorial Energia) e Blacbrook (Cesp). É possível também que novos *actors* disputem esse mercado, como principalmente empresas chinesas de energia.



⁵⁶ Disponível em <http://www.pwc.com.br/pt/publicacoes/servicos/assets/fusoes-aquisicoes/relatorio-mea-dezembro-2012.pdf>.

7. OBSERVAÇÕES CONCLUSIVAS

A produção de novas normalidades

Em economia, a ideia de “crise” normalmente vem acompanhada e contrastada a um contexto de “normalidade”, que é interrompido momentaneamente. Isto vem, em grande medida, do elevado grau de reversibilidade das crises associadas aos ciclos econômicos de deficiência de demanda, que predominam na teoria e na história econômica a partir de meados do século XIX. Nem todas as crises econômicas são reversíveis, contudo. Definindo “crise” como um período agudo de dificuldades econômicas, frequentemente observa-se que os problemas agudos se estendem em questões crônicas persistentes, ainda que menos intensas. Por outro lado, as crises podem determinar ajustes estruturais que resultam em economias de caráter diferente quando ocorre a recuperação.

Neste sentido, cabe somar uma camada de historicidade às narrativas da crise. Este estudo aborda aspectos selecionados da questão histórica, mas, para a redefinição de conceitos mais sutis de “recuperação” e “normalidade”, é necessário ressaltar apenas a natureza recente, institucionalmente contingente e politicamente ativa da União Europeia e da união monetária. A Zona do Euro, longe de ser algo inevitável ou mesmo uma consequência de governos acomodativos a pressões dos mercados, faz parte de um projeto de motivações e alcance abrangentes.

Sendo assim, o fato de que o euro foi implementado de maneira bem-sucedida em 2001 não implica em que o projeto europeu, como amplamente concebido, seja viável. Ainda que a união monetária seja mantida por tempo indeterminado, a crise acumula pressões políticas e econômicas nos diversos países, que podem ser administradas até deixarem de ser relevantes, ou reaparecerem em face a movimentos recessivos em um futuro próximo.

A Espanha não se encontra nos extremos da provável realidade europeia pós-crise. O processo de algumas décadas de declínio demográfico de Portugal, por exemplo, foi seriamente agravado com a fuga de mão de obra em idade economicamente ativa do país durante a crise, traçando um cenário de histerese, com prospectos sombrios para o país. Na Polônia, por outro lado, a ausência de uma dívida pública, em parte produto das décadas de separação do país da economia ocidental globalizada, trouxe um período de crescimento ininterrupto, que projeta o país à frente no contexto europeu, o que deve redesenhar equilíbrios de poder e possivelmente mudar padrões de *policy making* em alguns anos.

A Espanha, por sua vez, é em si mesma uma comunidade peninsular de nações, cujos estatutos de autonomia vêm sendo continuamente revisados mesmo na ausência de processos mais acelerados de separatismo. Da mesma maneira como não se pode garantir um retorno ao *status* prévio nas relações econômicas entre os países europeus, não fica claro que estejam garantidas as relações internas forjadas em 1977-78, com os Pactos de La Moncloa e a Constituição das autonomias na Espanha, haja vista as tensões elevadas que surgem diante da crise com os subsídios cruzados às finanças públicas dos governos autônomos e pelas diferentes exposições aos termos de troca. A recuperação que interessa à Andaluzia, que atrai turistas e ganha com proteção⁵⁷ para seus produtos agrícolas, não é a mesma que interessa à Catalunha, centro industrial que ganha com a globalização da economia e do sistema financeiro.

É neste sentido que deve começar a se pensar no “novo normal”. Na Seção 1 deste texto, foram resenhadas duas óticas sob as quais a implantação do euro costuma ser analisada. A primeira pode ser abreviada como “narrativa de La Moncloa”, e deriva dos pactos de La Moncloa, que introduziram controles de capital para alvejar metas de competitividade. Este modo de análise entende que a exposição da economia espanhola às suas condições de exportação é estrutural, e fatores que alteram

seus termos efetivos de troca têm grandes consequências econômicas, ainda que precedidas de alguns anos de *boom* como, por exemplo, nos primeiros anos do Sistema Monetário Europeu, em 1989-1993. A segunda, denominada aqui “narrativa de abertura”, enfatiza os benefícios da abertura econômica, capacidade de investimento e especialização em vantagens comparativas, chegando aos investimentos espanhóis no exterior destacados nas Seções 4 e 5.

Pela “narrativa de abertura”, a saída da crise da Zona do Euro, com a redução na volatilidade do euro, deve estabilizar também as condições de crédito e os fluxos de capital disponíveis para a continuidade do processo de industrialização, particularmente nos países periféricos onde existem maiores oportunidades. Isto significa que uma recuperação do euro traz, em certa medida uma recuperação no crescimento da Espanha como uma economia moderna, com todas as contradições que isto implica. Por outro lado, pela “narrativa de La Moncloa”, a recuperação da credibilidade do euro deve trazer uma valorização da moeda, com relação aos patamares vistos recentemente, agravada pela continuidade de impasses fiscais americanos. Isto pode resultar em uma deterioração da situação externa da economia espanhola que é historicamente acoplada à variável econômica politicamente mais sensível, o desemprego.

Seguindo estes grandes temas, uma provável configuração para a “nova normalidade” seria uma combinação destes potenciais, modificada pelo diferente grau de pressão que a política econômica europeia consegue exercer sobre os diferentes países, pela eclosão de Barcelona como centro de poder efetivamente alternativo a Madrid, e pela configuração da economia mundial em si depois da crise. Tem-se, por exemplo, de um lado, um país dependente de recursos energéticos do exterior, que precisa exportar para equilibrar seus balanços fiscais e externos, e de outro, uma economia agrícola que evolui para serviços, além de uma economia financeira e industrial que projeta suas empresas em uma escala global.

Os contornos desta nova configuração se refletem já no curso temporal da crise espanhola, a partir de 2008. Em um primeiro momento, foram mais destacados os efeitos da recessão global de 2009 e da continuidade de conjunturas macroeconômicas adversas em seus mercados consumidores, trazendo queda nas exportações e na demanda interna. A queda acelerada na arrecadação, associada a esta crise econômica, desfaz a trajetória de superávits observada nos anos anteriores, gerando déficits crescentes e difíceis de combater. Emerge assim, em um segundo momento, uma crise financeira que se instala, marcada pelo aumento do risco bancário e da precificação da dívida pública espanhola.

As multinacionais e as empresas que operam primariamente na Espanha estão expostas de maneira diferente a estes dois momentos da crise. As multinacionais diversificam geograficamente seus ativos, reduzindo a exposição de suas receitas à recessão espanhola. Por outro lado, as receitas das empresas que operam na Espanha dependem do mercado interno, deprimido pelo desemprego, e de exportações, cuja viabilidade varia segundo as condições cambiais.

Isto gera um impasse sobre a prioridade que deve ser dada nas políticas públicas para a superação das crises, que segue em paralelo a divisões setoriais, regionais e culturais. Além de estar menos presentes no território espanhol, as multinacionais estão primariamente sediadas na capital e em algumas regiões do norte com menor população e fortes divergências culturais e históricas em relação ao restante do país. Por outro lado, as regiões mais afetadas pela recessão e pelo alto desemprego incluem tanto as comunidades do sul, que concentram a maior parte da população, como as regiões de língua catalã ao leste, que respondem em conjunto por quase um terço do PIB.

Neste sentido, surge um conflito de interesses fundamental, que tem raízes estruturais na configuração da abertura econômica espanhola, mas se agrava com a vinculação à política monetária da Zona do Euro. Existem, presentemente, pressões por políticas diretas de combate à recessão que afetam a própria relação da Espanha com o bloco econômico. Em um cenário extremo, mas não impossível, a direção da política econômica imposta pela dinâmica sociopolítica e eleitoral na Espanha pode determinar uma

⁵⁷ Frequentemente existem soluções para conciliar estes interesses. O Mercado Comum Europeu, por exemplo, beneficia a Andaluzia, garantindo exclusividade para certos produtos como o tomate, que é produzido a custos mais baixos no Marrocos.

ruptura com o euro. Em cenários mais prováveis, ainda que menos claros, a Espanha pode praticar políticas fiscais de caráter mais expansionista por períodos de tempo indeterminados dentro de uma Zona do Euro fora do regime de austeridade. Existe ainda a possibilidade de que os planos de recuperação do governo espanhol pós-2014 se concretizem, embora a contínua revisão negativa destes não recomende considerá-los como cenário-base.

Em qualquer caso, são diversas e relevantes as forças políticas e eleitorais na contramão das atuais políticas de austeridade. Primeiramente, é ímpar a gravidade dos impactos sociais da crise econômica, em particular o alto desemprego, que ultrapassa os 50% entre os jovens. A configuração regional também tem se alterado. Vem emergindo na Catalunha, uma das regiões com mais forte histórico de separatismo e mais divergência em relação às metas de austeridade, uma coalizão majoritária de partidos comprometidos com o separatismo e com significativa probabilidade de assumir o poder sob esta bandeira em 2014. Esta data já vem sendo considerada como “referendo *de facto*”, haja vista a crescente maioria da população que se declara “mais catalã do que espanhola” ou “apenas catalã”.

É provável que o governo espanhol faça, neste íterim, as concessões necessárias e possíveis para evitar a separação desta região, responsável por quase 20% do PIB espanhol, processo que já se encontra em curso e se difunde por outras regiões. Desta maneira, por exemplo, o governo catalão negociou o relaxamento de suas metas de déficit, fato que tem trazido demandas similares de outras regiões. Em reações em cadeia como esta, vê-se que o tema da Catalunha é pivotal, forçando um prazo para decisões difíceis que afetam todo o país.

Expansões empresariais espanholas e suas características

Ao mesmo tempo em que este estudo vem destacando problemáticas macroeconômicas crônicas da Espanha e as contradições contidas nos seus modos de superação das crises decorrentes, notou-se que o país vem se desenvolvendo aceleradamente nas últimas décadas. Se na década de 1980 era possível afirmar (Galeano, 1989) que “a Espanha exporta trabalhadores e importa turistas”, na década de 2000 o país se tornou um importante foco de imigração, e seus principais bancos e empresas lançaram investimentos relevantes no exterior, particularmente na América Latina.

A trajetória desta Espanha que se moderniza e se projeta globalmente é, evidentemente, mediada pela evolução das suas circunstâncias domésticas. Contudo, através da sua presença em outros países, a saúde econômica de parte do setor privado ganha certa resiliência às oscilações na demanda doméstica, afetada por picos de desemprego. Para citar um exemplo, as receitas derivadas das participações em consórcios de telecomunicações por satélite, tais como Intersat e Immarsat, dependem de atividades econômicas de caráter muito diverso, realizadas em uma grande variedade de países.

Em outros casos, como nos investimentos de Aguas de Barcelona e da Telefónica na América Latina, as atividades do empresariado espanhol chegaram a ter um caráter de intermediação, iniciando e viabilizando negócios que foram, mais tarde, vendidos para conglomerados globais. Esta característica é plenamente realizada em grupos como o BBVA, fruto da consolidação de diversos bancos estatais e regionais espanhóis que, atualmente, opera nas principais capitais financeiras nas Américas, Europa e Ásia. Destaca-se no setor financeiro também o Grupo Santander, que começou como atividade auxiliar na exportação de cereais do porto de Santander (Cantábria) e atualmente consiste de um conglomerado global com grande presença na Inglaterra, Escócia, Chile, México e Brasil.

Na história desta “modernização via abertura”, observam-se alguns fatos estilizados recorrentes. O primeiro é a importância da privatização, que trouxe para o âmbito privado uma série de ativos que foram reposicionados e consolidados, tirando grande proveito da crescente abertura econômica do país. Ao

pensar em um prognóstico para a entrada de novos *players* espanhóis no fluxo global de investimentos diretos, deve-se ter em conta que este processo é politicamente contingente, e no limite finito.

O segundo fato estilizado importante é a ênfase da internacionalização recente nos setores bancário e de utilidades públicas, em particular, e em situações nas quais grandes aquisições de participação ou controle são feitas de uma vez só. Os investimentos espanhóis têm evitado se colocar em uma situação de iniciar processos produtivos sob incerteza de mercado, competitividade e lucratividade. São típicos, portanto, projetos em que a aquisição de monopólios naturais confere um grau maior de previsibilidade em relação à lucratividade dos negócios ou nos quais já existe um ambiente de negócios conhecido.

Um terceiro fato estilizado é a importância dada pelas empresas espanholas à América Latina na sua expansão internacional. Deve-se ressaltar, contudo, que esta importância é mediada pela exposição de investimentos como utilidades públicas e energias a um tipo de risco que inicialmente não era esperado ou mesmo conhecido, quais sejam, o de expropriação, exemplificado pelo caso da REPSOL na Argentina, em 2002. A ocorrência de um evento adverso desta importância deve fazer, naturalmente, com que a percepção do risco político seja mais relevante, o que pode reduzir a prioridade das operações latino-americanas quando a conjuntura pede um reajuste das empresas. Isto se reflete, por exemplo, na saída da REPSOL do setor de gás natural chileno em 2013.

O último dos fatos estilizados a se destacar como insumo para este prognóstico é o caráter de consolidação horizontal presente ao longo de todas as etapas do processo, típico da expansão de uma grande empresa espanhola. Seja por consolidar ativos de diversos bancos estatais durante a privatização, por agregar várias empresas de um mesmo setor antes de investir no exterior ou por vender suas participações a conglomerados estrangeiros ainda mais abrangentes, boa parte dos ganhos que foram possíveis durante a recente expansão internacional espanhola se devem a economias de escala, poder de negociação e competição reduzida.

Não é óbvia, portanto, a continuidade indefinida deste processo. A obtenção de ativos cuja eficiência pode ser melhorada através da privatização se esgota, assim como a corrida para precificar a exploração de utilidades públicas na América Latina, e mesmo mercados que eram monopólios naturais tradicionais, como a telefonia, tornam-se crescentemente elásticos e sujeitos à competição. Neste sentido, o capital espanhol pode procurar por novos mercados com as mesmas características, ou, alternativamente, diversificar suas participações em uma grande variedade de atividades sujeitas a riscos de mercado não correlacionados.



O setor elétrico brasileiro e a Espanha

Confiabilidade na oferta, universalização de acesso e modicidade tarifária no fornecimento de energia elétrica são objetivos a serem constantemente perseguidos pelo marco regulatório e pelas autoridades competentes.

Entre 2003 e 2004, foi aprovado o novo modelo para o setor elétrico, com a criação dos ambientes de contratação livre e regulada, e a submissão da compra e venda de energia, neste último, a um sistema de leilões que deveria introduzir modicidade tarifária. Houve a retirada das empresas integrantes do grupo Eletrobras do Programa Nacional de Desestatização, de modo que elevada parcela da geração e da transmissão permaneceram estatais. O Governo Federal passou a ter um papel mais ativo na conformação do setor, por meio do Conselho Nacional de Política Energética, do Comitê de Monitoramento do Setor Elétrico e da Empresa de Pesquisa Energética, bem como de mudanças na governança do Operador Nacional do Sistema e da criação da Câmara de Comercialização de Energia Elétrica.

Este modelo, juntamente com o programa de expansão da termelétrica e a licitação de novas linhas de transmissão, logrou evitar problemas severos de suprimento, ainda que, nos últimos anos, essa realidade também possa ser tributada a um crescimento da economia do país inferior ao de outros países, como o dos demais integrantes do BRICs, o que teria reduzido a pressão por maior expansão da oferta.⁵⁸

Entretanto, a segurança energética volta a ser tema de debate e preocupação logo depois das mudanças recentes introduzidas pela MP 579/2012. Um atraso no período úmido, no qual parte expressiva dos grandes reservatórios atingem patamares capazes de assegurar a operação do sistema elétrico em condições normais nos anos vindouros, evidenciou vulnerabilidades desse mesmo sistema.

O World Economic Forum publica anualmente o Global Competitiveness Report⁵⁹, que avalia anualmente as condições de competitividade de um conjunto de mais de 140 países, o que resulta na publicação de um índice Global de Competitividade - GCI. O Brasil ocupa atualmente a posição 48 dentre os 144 países avaliados. Esse índice reflete um conjunto de 12 pilares, sendo a infraestrutura um dos quatro primeiros, que constituem os requisitos básicos para a competitividade. No item infraestrutura, a posição do Brasil é de número 70. A energia elétrica é avaliada através da qualidade da oferta de eletricidade, *proxy* para a confiabilidade do suprimento, fator considerado essencial para viabilizar investimentos em outros setores.

Em dezembro de 2012, o Operador Nacional do Sistema - ONS determinara o acionamento de todas as usinas termelétricas do país, totalizando 14.000 MW, incluindo a geração térmica a gás natural, óleo, carvão e urânio, fato incomum para um período como este. Logo, disseminou-se na mídia uma preocupação com a segurança energética. O motivo apresentado pelo ONS para o acionamento de todas as usinas térmicas do país após outubro de 2012 foi um reduzido nível de armazenamento nos reservatórios, reflexo de uma seca severa registrada no mesmo ano. Este argumento foi contestado e escrutinado por algumas análises realizadas; porém, esse debate foge ao escopo do presente documento.

Importa aqui avaliar que a segurança energética, pilar das condições de competitividade de um país, constituem atualmente objeto de preocupação. A não adesão de um conjunto de usinas à proposta apresentada pelo governo para renovar as concessões do setor elétrico exigiu aporte adicional de recursos do Tesouro para assegurar o previamente anunciado patamar de redução das tarifas de energia elétrica, de 20,0%.

⁵⁸ Em novembro de 2012, a Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico - OCDE estimou que o crescimento do PIB do Brasil em 2012 seria de 1,5%, enquanto a China crescerá 7,5%; a Índia, 4,5%; a Rússia, 3,4%; e a África do Sul, 2,6%. Fonte OCDE. Real Gross Domestic Product forecast. Disponível em http://www.oecd-ilibrary.org/economics/real-gross-domestic-product-forecasts_gdp-kusd-gr-table-en. Acesso em 28.12.2012. Em dezembro de 2012, o Banco Central do Brasil divulgou a revisão do crescimento do PIB do país em 2012 para apenas 1%. Fonte: Banco Central do Brasil. Projeção para o PIB dos Próximos Quatro Trimestres e Revisão de 2012. Disponível em <http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2012/12/ri201212b1p.pdf>. Acesso em 28.12.2012.

⁵⁹ K. Schwab, "The Global Competitiveness Report 2012-2013", World Economic Forum, 2012.

Trata-se, portanto, de um adiantamento de recursos futuros sem que seja aproveitada a oportunidade de promover aperfeiçoamentos que se fazem necessários no marco regulatório. Um exemplo destes seria implementar medidas que levassem a maior participação da demanda no sistema, com arrefecimento de pressões de elevação de preços, ou ainda, medidas de incentivo à eficiência energética.

Esse quadro de instabilidade tem sido agravado pela necessidade de garantir os recursos essenciais ao custeio da geração termelétrica adicional. Como os reajustes das concessionárias de distribuição ocorrem apenas uma vez ao ano, verifica-se um descasamento de fluxos financeiros, o que provoca considerável instabilidade. Para evitar instabilidade adicional, no dia 08 de março de 2013, foi publicado um Decreto de número 7.945, o qual prevê o uso de recursos da Conta de Desenvolvimento Energético para cobrir liquidação de exposição involuntária das distribuidoras no mercado de curto prazo. Essa exposição seria resultado da insuficiente cobertura contratual decorrente da não adesão de geradoras à proposta de renovação, junto a outros fatores, tais como a alocação do risco hidrológico e de despesas com acionamento de usinas termelétricas fora da ordem de mérito para promover segurança energética.

Esses fatores evidenciam, portanto, uma mudança no quadro do setor elétrico nacional, que passa de um momento no qual se acreditava que os principais empecilhos à competitividade do país eram reflexo de elevados preços e tarifas, para um cenário de preocupação com segurança energética e (in) adimplência setorial.

Some-se a isso a própria forma como essas medidas têm sido introduzidas. A literatura econômica destaca os efeitos positivos de boas práticas de governança regulatória sobre os incentivos dos agentes a investir. Esse aspecto assume maior relevância no caso das indústrias de rede, caracterizadas por grandes volumes de investimento em ativos específicos, com longos prazos de maturação, e em ambientes de contratos incompletos.

A Medida Provisória 579/12 pecou na condução dos aspectos político, jurídico, regulatório e econômico-financeiro do processo. Além disso, introduziu novos riscos regulatórios ao explicitar uma forte ingerência política nas decisões das sociedades de economia mista, impondo expressivas perdas aos acionistas minoritários das empresas estatais, o que pode levar a uma menor propensão do investidor privado em aportar recursos nessas entidades no futuro.

Do prisma econômico-financeiro, a Medida Provisória tende a reduzir a capacidade de alavancagem e investimento das empresas, tornando praticamente inevitável uma participação maior do Tesouro Nacional, através da capitalização do sistema Eletrobras.

Nesse cenário, despontam preocupações acerca do conteúdo e da forma que têm tomado as mudanças no setor elétrico nacional, e seus reflexos sobre os incentivos que os agentes têm para investir em ativos com elevado grau de especificidade e longos prazos de maturação, suscetíveis ao que, na literatura econômica, se convencionou chamar de *hold-up*.⁶⁰

Pode-se argumentar que os sinais são de um aumento da participação do governo no processo decisório com menor independência da agência reguladora e estímulo à consolidação. Adicionalmente, na própria regulação setorial, verifica-se uma tendência de maior uso de mecanismos de controle de custos ao invés de instrumentos de promoção de eficiência na forma de incentivos. O próprio mercado como mecanismo alocativo não se coloca como objeto de grandes estímulos, o que se confirma pelo grande volume de garantias e seguros inerentes ao funcionamento do setor, a exemplo da garantia de repasse dos custos de aquisição de energia elétrica às tarifas dos consumidores finais, recentemente aumentados para 105,0% do montante total de energia elétrica contratada em relação à carga anual de fornecimento, por meio do Decreto 7.945/213.

⁶⁰ O. Hart, "Firms, Contracts, and Financial Structure, Oxford and New York: Clarendon Press, 1995.

Nesse contexto, algumas questões merecem ser colocadas. A decisão de prorrogarem-se concessões, ao invés de licitá-las, passível de aplicação futuramente a outros agentes, quando seus contratos estiverem próximos ao vencimento, pode ser replicada para outros setores regulados de infraestrutura. Ademais, com alguma probabilidade estariam criadas, na prática, concessões que se eternizam e nunca serão relicitadas.⁶¹

Estes aspectos são de grande relevância para eventuais esforços prospectivos acerca do futuro da relação entre Estado e iniciativa privada no setor elétrico e mais ainda sobre incentivos dos agentes privados que representam capitais nacionais ou multinacionais a promover investimentos necessários em infraestrutura no Brasil.

As oportunidades para a aquisição de ativos do setor elétrico

Mesmo em um contexto de dificuldades crescentes, a presença na América Latina através de ativos do setor elétrico pode permanecer atrativa. As receitas derivadas destes ativos dependem primariamente do crescimento da demanda e do ambiente regulatório. Surge, portanto, um diferencial de atratividade na medida em que as economias emergentes foram muito menos afetadas pela crise e já apresentam trajetória de crescimento. Assim, dada uma decisão de desalavancamento e redução do portfólio de ativos destas empresas, ou ainda de exigências de liquidez, não devem ter prioridade a liquidação de operações latino-americanas.

Existem alguns cenários plausíveis, no entanto, que favorecem uma transferência de ativos. Primeiro, as empresas multinacionais espanholas podem enfrentar circunstâncias adversas que excedam o planejamento estratégico de longo prazo. O risco sistêmico enfrentado pelo sistema bancário espanhol pode ter repercussões substanciais sobre a capacidade de obtenção de crédito de curto prazo para a rolagem das dívidas e mesmo para capital circulante. Embora o governo espanhol esteja atento à questão sistêmica do crédito bancário, a experiência recente dos países desenvolvidos recomenda atenção a este fator.

Às questões relacionadas a turbulências financeiras, somam-se as consequências de uma redução na ênfase dada à expansão multinacional pela formulação de políticas. O programa de incentivos e compartilhamento de riscos, assumido durante a década de 1990, pode vir a se tornar insustentável tanto em um cenário de continuidade da austeridade e da contração fiscal, como em um quadro de aumento dos gastos, o que exigiria uma definição de prioridades, provavelmente orientadas à economia peninsular.

Existem, finalmente, questões ligadas ao panorama regulatório. Por um lado, é possível que, com a crise prolongada e a dificuldade de se obter crédito, existam situações de sub-investimento em determinados ativos de utilidade pública, tais como os de transmissão e distribuição de eletricidade, em níveis que firam o atual marco regulatório no Brasil e outros países. Por outro, mudanças no marco regulatório – não necessariamente no Brasil – podem afetar a capacidade ou o interesse das empresas de adequar seus ativos à operação de suas concessões. As empresas percebem, portanto, uma combinação de riscos políticos e regulatórios que seguem independentemente da sua conjuntura creditícia e sua situação frente ao governo espanhol.

Emergem destes cenários dois tipos estilizados de oportunidade para a transferência de ativos. O primeiro, que é menos provável, mas deve ser observado atentamente, consiste de liquidações emergenciais. Em vista desta possibilidade, é importante ter parâmetros pré-definidos para a aquisição das diversas classes

de ativos, de modo a ter capacidade de reagir com rapidez. Isto é particularmente importante, porque uma liquidação emergencial torna o ativo vulnerável a ser adquirido por blocos de capital advindos de grandes economias como Estados Unidos, China ou Alemanha.

O segundo tipo de janela de oportunidade resulta do provável processo de reestruturação das grandes multinacionais espanholas. É provável que a crise presentemente vista, qualquer que seja a sua resolução, reduza no curto prazo os prospectos de crescimento destas empresas, sugerindo a elaboração de um planejamento para a continuidade de suas operações em um ritmo e escala menor, ponderando mais a incerteza regulatória e outros riscos políticos na América Latina. Isto pode abrir caminho para transferências estratégicas de ativos, na medida em que as multinacionais espanholas venham a se beneficiar de um período de operações menos difusas pelo mundo.

Neste contexto, um projeto estratégico de reestruturação do setor elétrico coordenado pelo governo brasileiro alavanca significativamente o poder de barganha que agentes do capital privado teriam de outra forma. O estado brasileiro age tanto no acesso ao crédito, através de mecanismos como o BNDES, como através do marco regulatório. Um desafio neste sentido é manter o foco da política regulatória na evolução e sustentabilidade do sistema elétrico, sem criar uma percepção de arbitrariedade que gere insegurança jurídica.

De maneira mais geral, não é recomendável que uma política que facilite a captura de ativos se expresse na forma de uma descontinuidade do ambiente de negócios, compartilhado no setor elétrico por todos os participantes, sejam estes o Estado, capital privado ou o capital estrangeiro. Em que pese a capacidade que as políticas estratégicas do governo têm para alavancar momentos críticos, a viabilidade do setor elétrico está fortemente atrelada à sua atratividade para o capital privado, tanto no curto como no longo prazo.



⁶¹ Talvez este último questionamento não seja um problema jurídico com relação às concessões federais, já que o próprio art. 175 da Constituição autoriza a prestação direta dos serviços públicos pelo ente estatal que seja o seu titular. O mesmo, todavia, não se pode dizer das demais.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS E ANEXOS

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Associação Brasileira de Distribuidores de Energia Elétrica - ABRAADE. *Site da associação*. Disponível em <<http://www.abradee.org.br/setor-de-distribuicao/distribuidoras-e-grupos-controladores>>, acessado em 29 de Janeiro de 2013.

ALESINA, A.; BARRO, R. e TENREYRO, S. (2002). *Optimal currency areas*. NBER Macroeconomics. Anual 2002, MIT Press.

ASOCIACIÓN ESPAÑOLA DE LA INDUSTRIA ELÉCTRICA - UNESA. (2012). *La situación económico financiera de la actividad eléctrica*, 1998-2010.

ASPACHS-BRACONS, O. e RABANAL, P. (2009). *The Drivers of Housing Cycles in Spain*. IMF Working Paper 09/203.

Banco BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA - BBVA. *Informe Anual* 2011.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Projeção para o PIB dos Próximos Quatro Trimestres e Revisão de 2012*. Disponível em <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2012/12/ri201212b1p.pdf>>. Acessado em 28 de Dezembro de 2012.

BORIO, C. (2003). *Towards a macro-prudential framework for financial supervision and regulation?* Bank of International Settlements (BIS) Working Papers No 128.

BORIO, C. e DREHMANN, M. (2009) *Towards an operational framework for financial stability*: fuzzy measurement and its consequences. Working paper no. 544, dez/09 - Banco Central de Chile.

CALDERÓN, A. e CASILDA, R. (2000). *La estrategia de los bancos españoles en América Latina*. Revista de la Cepal.

CARLOS, A. e DUTRA, J. (2010). *Strategic Behavior of Winning Bids in the Brazilian Electricity Transmission Auctions*. Presented at XXX Brazilian Econometric Society Congress, 2008. In: A. P. Carlos, Essays on Infrastructure in Brazil, Tese de Doutorado, EPGE/FGV, 2010.

CASILDA, R. (2002). *La Década Dorada*: Economía e inversiones españolas en América Latina, 1990-2000. Universidad Alcalá.

CASILDA, R. (2005). *Internacionalización e inversiones directas de las empresas españolas en América Latina, 2000-2004*: Situación y perspectivas. Fundación CIDOB.

Companhia Energética de Minas Gerais - CEMIG. *Site da empresa*. Disponível em <<http://www.cemig.com.br/NossosNegocios/Paginas/Geracao.aspx>>, acessado em 2 de fevereiro de 2013.

CENTRO ESPAÑOL DE INFORMACIÓN DEL COBRE - *CEDIC*. Disponível em <www.infocobre.org.es>, acessado em 14 de Janeiro de 2013.

CHISLETT, W. (2003). *La inversión española directa en América Latina*: Retos y oportunidades. Real Instituto Elcano.

CHISLETT, W. (2011). *Spain's Multinationals*: The Dynamic Part of an Ailing Economy. Real Instituto Elcano.

COE, T.E., SNOWER, J. (1997). *Policy complementarities*: the case for fundamental labor market reform. Staff Papers-International Monetary Fund.

COMELLI, F. (2012). *Emerging Market Sovereign Bond Spreads: Estimation and Back-testing* IMF Working Paper WP/12/12 - Fundo Monetário Internacional.

COMISSÃO ECONÔMICA PARA A AMÉRICA LATINA E O CARIBE - CEPAL. *La inversión extranjera directa en América Latina y el Caribe 2011*.

CONCESSA, J. E KRUEGER, D. (1998). *Voiting on Social Security Reform with Heterogeneous Agents*. Working Papers in Economics 36. Universitat de Barcelona. Espai de Recerca en Economia

DAMODARAN, A. (2012). *Equity Risk Premiums: Determinants, Estimation and Implications*. Disponível em <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2027211>>, acessado em 10 de Janeiro de 2013.

ENDESA, *Informe Anual* 2012.

Ethnologue - Languages of the World (Summer Institute of Linguistics), disponível em <<http://www.ethnologue.com>>, acessado em 16 de Janeiro de 2013.

EUSKALTZAINDIA - Real Academia de la Lengua Vasca. *Topónimos*. Disponível em <<http://www.euskaltzaindia.net/>>, acessado em 20 de Janeiro de 2013.

GALEANO, E. (1989). *Nosotros decimos no*. Crônicas 1963-1988. Editora Siglo XXI Iberoamericana, Espanha.

GARCÍA-CANAL, E. (2004). *El papel de las alianzas estratégicas en la internacionalización de las empresas españolas*. Universia Business Review, Tercer trimestre, nº 3.

GAS NATURAL SDG. *Informe Anual* 2012. Gas Natural Fenosa.

GONZÁLEZ EXPÓSITO, I. (2004). *La inversión directa de la banca española en el exterior*: Factores determinantes y estrategias. ICE nº 817.

GUIA, J. (1995). *La connexió valenciana* em És molt senzill, digueu-li Catalunya: centre i perifèria en la nació catalana. Ed. La Magrana - Barcelona

GUIMARÁS, J. (2007). *La internacionalización de las empresas españolas*: Hitos e retos. ICE nº 839.

HAIDER, J. (2011). *Sovereign Crisis in the Euro Zone* - International Finance Corporation, Banco Mundial. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=1811789>>, acessado em 15 de Janeiro de 2013.

HART, O. (1995). *Firms, Contracts, and Financial Structure*. Oxford and New York: Clarendon Press, 1995.

IBERDROLA. *Informe Anual* 2012. Disponível em <<http://www.IBERDROLA.es/>>, acessado em 21 de Janeiro de 2013.

INSTITUTO GEOLÓGICO Y MINERO DE ESPAÑA - *Ministerio de economía y competitividad*. Disponível em <<http://www.igme.es/internet/default.asp>>, acessado em 15 de Janeiro de 2013.

INSTITUTO NACIONAL DE ESTATÍSTICA ESPANHOL - INE. Disponível em <<http://www.ine.es/>>, acessado em 15 de Janeiro de 2013.

ISOLUX CORSÁN. *Site da empresa*. Disponível em <http://www.ISOLUXcorsan.com/pt/areas-de-negocio/concesiones/linhas-de-transmision/>, acessado em 21 de Dezembro de 2012.

JOBST, A., GRAY, D. (2013). *Systemic Contingent Claims Analysis – Estimating Market-Implied Systemic Risk*. IMF Working Paper 13/54.

KPMG. *Site da empresa*. Disponível em http://www.kpmg.com/BR/PT/Estudos_Analises/, acessado em 30 de outubro de 2012.

LOAYZA, N. (2005). *The Structural Determinants of External Vulnerability* em 75 años de Política Económica Española, Informaciones Económicas Españolas nov. 2005 no. 826 – Ministério de Economia e Competitividade (Espanha).

MEZQUITA, Y. e SÁNCHEZ DIEZ, A. (2003). *La internacionalización del sector energético español hacia América Latina*. Revista de Economía Mundial, nº 9.

MINISTERIO DE ECONOMÍA Y COMPETITIVIDAD (ESPANHA). Secretaría de Estado de Comercio. *DataInVex* - Estadísticas de inversión extranjera en España. Disponível em http://datainvex.comercio.es/principal_invex.aspx, acessado em 25 de Janeiro de 2013.

MINISTERIO DE ECONOMÍA Y COMPETITIVIDAD (ESPANHA). *Dirección General de Comercio e Inversiones*. Secretaría de Estado de Comercio. Flujos de inversiones exteriores directas 2011.

MOYA, J.; PECHARROMÁN, C. e CUBILLO, A. (2006). *La sepiolita, un mineral estratégico*: desde las camas de gatos a la nanotecnología. Disponível em <Madri+d Información i+d. Análisis>, acessado em 15 de Outubro de 2012.

NICKELL, S. (1997). *Unemployment and labor market rigidities*: Europe versus North America. The Journal of Economic Perspectives, 1997 – JSTOR.

OBSERVATORIO DE LA EMPRESA MULTINACIONAL ESPAÑOLA - OEME. *Retos de futuro da la multinacional española* (Tercer informe del OEME). Esade/ICEX, 2012.

ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÓMICO (OCDE). *Real Gross Domestic Product forecast*. Disponível em http://www.oecd-ilibrary.org/economics/real-gross-domestic-product-forecasts_gdp-kusd-gr-table-en. Acesso em 28.12.2012.

PAGÉS, J. e MAZA, L. (2003). *Análisis del precio de la vivienda em España* – Documento de Trabajo no. 0307 – Banco de España.

POSADA, M. (2013). *Insolvency institutions and efficiency: the spanish case*, Banco de España - Documento de Trabajo no. 1302

PWC. *Site da empresa*. Disponível em <http://www.pwc.com.br/pt/publicacoes/servicos/assets/fusoes-aquisicoes/relatorio-mea-dezembro-2012.pdf>, acessado em 15 de fevereiro de 2013.

QUINTANA, E. (2005). *De los pactos de La Moncloa a la entrada en la Comunidad Económica Europea (1977-1986)* en 75 años de Política Económica Española, Informaciones Económicas Españolas nov. 2005 no. 826 - Ministério de Economia e Competitividade (Espanha).

REPSOL. *Informe Anual* 2011. Disponível em http://www.REPSOL.com/es_es, acessado em 10 de Janeiro de 2013.

ROZAS BALBONTÍN, P. (2008). *Internacionalización y estrategias empresariales en la industria eléctrica de América Latina*: los casos de IBERDROLA y Unión FENOSA. Série Recursos Naturales e Infraestructura. Cepal.

SANTANDER (2011). *Form 20-F Report*. Securities Exchange Commission.

SCHWAB, K. *The Global Competitiveness Report 2012-2013*. World Economic Forum, 2012.

SGHERRI, S. ZOLI, E. (2009). *Euro Area Sovereign Risk During the Crisis* IMF Working Paper no. 09/222.

SOLSTEN, E. e MEDITZ, S. (1988). *A Country Study*. Editors Spain: Washington: GPO for the Library of Congress, 1988.

TELEFÓNICA. *Informe Anual* 2011.

VASICEK, B. CLAEYS, P. (2012). *Measuring Sovereign Bond Spillover in Europe and the Impact of Rating News*, Mimeo, Czech National Bank, 2012.

ZAMBELLI, S. (2012). *Flexible accelerator economic systems* as coupled oscillators Nonlinearity, complexity and randomness in economics, ed. Zambelli S., George D. Wiley-Blackwell.

ANEXO 1
RECURSOS NATURAIS DA ESPANHA

Neste anexo, são resenhadas a importância e a evolução de alguns recursos naturais disponíveis na Espanha. Embora exista, por definição, um número arbitrário de recursos naturais de interesse econômico, existe uma convergência aproximada entre as relações de segmentos de particular interesse por observadores dos mercados de *commodities*, de energia e da própria economia espanhola, incluindo-se aí referências internacionais como a IEA, a IAEA e a OCDE.

Entre estas referências estatísticas de escopo internacional, o CIA World Factbook destaca-se pela amplitude de seus interesses, listando:

- Carvão;
- Urânio;
- Cobre;
- Chumbo-Zinco;
- Tungstênio;
- Mercúrio;
- Minério de ferro;
- Lignita;
- Magnesita;
- Fluorspar (ácido hexafluorosilícico);
- Gesso;
- Sepiolita;
- Caolin; e
- Potassa (hidróxido de potássio).

A relação de recursos acompanhados oficialmente pelo Ministério de Economia e Competitividade espanhol é mais extensa, excluindo o minério de ferro, o mercúrio e o fluorspar, mas incluindo, com estas exceções, a lista acima adicionada de:

- Argila e argilas especiais;
- Bário;
- Sílice;
- Estanho;
- Estrôncio;
- Fedelspato;
- Flúor (ácido fluorídico);
- Gás natural;
- Glauberita (sulfato sódico mineral);
- Lítio;
- Magnesita;
- Mica;
- Níquel;
- Petróleo;
- Prata;
- Talco; e
- Turba (biomassa carbonada lacustre).

Os recursos resenhados foram destacados pela sua presença em múltiplas relações de recursos de interesse, pela importância da produção espanhola no mercado mundial e pela importância do recurso para a economia espanhola, particularmente em um momento de crise e recuperação.

I. RECURSOS ENERGÉTICOS

De maneira geral, em uma análise comparativa do UE-27 (grupo que inclui não somente a Zona do Euro, mas os países do mercado comum e os candidatos prováveis à inclusão), a Espanha compartilha com os principais países da “periferia europeia” (Portugal, Itália, Irlanda e países de pequeno território como Chipre e Malta) a característica crítica de depender em mais de 80,0% de importações para satisfazer seu consumo interno de energia.

Embora isto pudesse configurar um estabilizador automático em relação a períodos em que os termos de troca desfavorecem as exportações (através da queda do preço em termos de poder de compra da energia), a intensidade da economia espanhola com relação às exportações gera um efeito de redução da demanda, que pode anular este efeito estabilizador ou mesmo atuar no sentido de amplificar a crise.

Carvão e lignita

Historicamente, o início dos processos de industrialização nos séculos XIX e XX esteve predicado na proximidade de insumos de energia térmica de fácil utilização direta, tendo-se destacado o carvão na evolução das principais economias europeias. Na atual matriz tecnológica das modernas economias europeias, o potencial energético do carvão encontra-se segmentado ao longo de um gradiente de diferenciação, que parte da liquefação (CTL, gerando petróleo sintético) e da geração de energia elétrica para uso geral, que passa pela produção de coque, energeticamente mais denso, e chega às aplicações específicas em siderurgia, cimento, tijolos e outros. Em regiões de clima mais frio, existe ainda uma demanda residencial de combustíveis fósseis para o aquecimento de ambientes domésticos e comerciais. A lignita é essencialmente uma forma de carvão fóssil mais recente que o carvão bituminoso, com alto conteúdo de água e menos poder calorífico. Aplicam-se à lignita as mesmas aplicações que ao carvão tradicional, ainda que com limitações de potência e de suficiência para alguns processos industriais.

As estatísticas da Associação Mundial do Carvão (World Coal Association) afirmam que o carvão provê em torno de 30,0% das necessidades primárias de energia no mundo e 42,0% da eletricidade. Este é um cenário cuja tendência, a longo prazo, é mudar, tanto pelo inevitável esgotamento das reservas mundiais de carvão, como pela pressão cada vez mais organizada em direção a uma redução na emissão global de poluentes. Contudo, esta “tendência de longo prazo” tem um tempo indefinido para se realizar, haja vista a entrada tardia e intensa da China no mercado mundial, suas grandes reservas e a alta intensidade de sua economia em relação ao carvão, além de sua menor maleabilidade em relação a acordos para-econômicos de sustentabilidade.

Na Espanha, dados preliminares do Ministério da Indústria, Energia e Turismo liberados para a imprensa indicam que, em 2012, o país extraiu 9,6 milhões de tonelada de carvão, o que configura uma importância pequena em relação à produção mundial de 7.678 milhões de toneladas em 2011, citada pela World Coal Association. Como contraste, dois países da Zona do Euro encontram-se entre os dez maiores produtores – a Alemanha, com 189 milhões de toneladas, e a Polônia, com 139 milhões de toneladas.

Segundo o panorama geográfico de Solsten e Meditz (1988), o carvão espanhol se concentra na região de Astúrias, com reservas menores no sudoeste andaluz (em torno de Sevilha, Córdoba e Bardajoz). A lignita é encontrada primariamente na Galícia. Os depósitos nacionais de carvão apresentam duas importantes desvantagens, quais sejam, seu potencial calorífero, que é, via de regra, inferior àquele obtido com o carvão importado, e a estrutura geológica dos depósitos, que torna sua extração mais cara do que em outros países.

Petróleo e gás natural

Apesar de esforços extensos de exploração durante a década de 1980, as reservas conhecidas de petróleo no território espanhol são poucas em número e pequenas em capacidade.⁶² Durante a década de 1980, foram desenvolvidos os campos de Serrablo (em Aragón) e Gaviota (no país Basco), e, a partir da década de 1990, paralelamente à integração ao Mercado Comum, teve início a integração à rede europeia de gasodutos. Em 2010, a maior parte do gás natural consumido na Espanha era importado, a exemplo do petróleo.

Urânio

A exploração de urânio na Espanha teve início em 1951, no contexto do período autárquico do regime de Francisco Franco, durante o qual todas as relações comerciais com o exterior estavam fechadas, ao mesmo tempo em que era impossível manter a provisão normal de energia com os recursos fósseis até então encontrados. A produção teve início em 1959, na planta de Andujar (Andaluzia), seguida da usina de Fe (Castela e León) e Don Benito (Extremadura), em 1983, e finalmente Quercus (Extremadura) em 1993.

Segundo informações do anuário estatístico sobre urânio da IAEA, as atividades de mineração foram paralisadas em dezembro de 2000, e a produção do concentrado de urânio a partir do mineral bruto estocado em 2002. Recentemente (2009), o governo espanhol vem trabalhando junto ao setor privado em um estudo de factibilidade da reativação da planta de Quercus para o processamento de reservas conhecidas em outros depósitos, sem resultados conclusivos até o início de 2012. Apesar da interrupção na acumulação de novos recursos, os dados do INE para 2010 indicavam pleno abastecimento da demanda energética por urânio na Espanha pela sua produção nacional.

Potencial hidrelétrico

Apesar da sua topografia montanhosa, o potencial hidrelétrico espanhol é limitado pela escassez de água. De fato, enquanto que o panorama de Solsten e Meditz (op. cit.), publicado em 1988, afirma que apenas 27,0% do consumo de energia era suprido por fontes hídricas, os números do INE referentes a 2010 mostram uma participação que se reduziu a 2,5%. Apesar disto, a energia hídrica tem um papel relevante na diversificação da matriz energética e na redução da vulnerabilidade externa, haja vista que o consumo só é plenamente satisfeito pela oferta doméstica nas categorias nuclear e hidrelétrica.

II. INSUMOS INDUSTRIAIS DE ORIGEM MINERAL

Cobre

Embora a Espanha não faça parte do grupo dos tradicionais produtores e exportadores de cobre, a forte alta, em tempos recentes, nos preços desta commodity (de aproximadamente US\$ 1.800/tonelada para 9.000/tonelada, de 2003 para 2011) levou a um movimento de reabertura de minas que haviam deixado de ser viáveis nas últimas décadas do século XX, bem como à retomada de alguns projetos novos de exploração. Esta expansão na produção encontra-se refletida nos dados do Panorama do Cobre do Instituto Geológico y Minero de España (IGME), do Ministério de Economia e Competitividade. As estatísticas compiladas pelo IGME indicam que, em 2010, a produção era o dobro (50 mil toneladas) daquela vista no início de 2000.

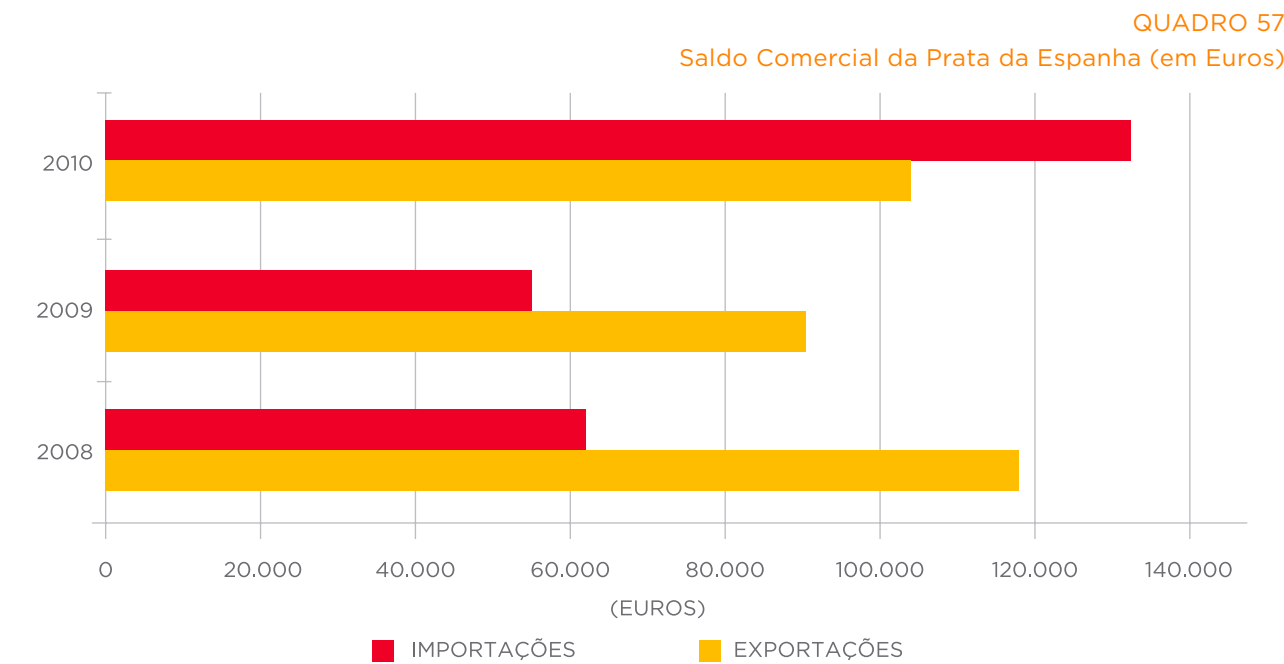
⁶² Isto não impediu, incidentalmente, que a experiência acumulada com a pequena produção nacional de petróleo, atualmente respondendo por 0,2% do consumo, tenha dado início a uma indústria petrolífera que atualmente importa óleo cru e exporta derivados refinados.

O cobre é um insumo industrial importante por duas características principais, a alta condutibilidade elétrica e térmica, que tornam este recurso o padrão *de facto* para todas as aplicações em eletricidade e telecomunicações, tanto na infraestrutura básica de transformação e distribuição, como na composição das tecnologias residenciais e comerciais básicas. Existe também uma demanda derivada de meios de transporte de larga escala, como trens e barcos. Finalmente, o carro elétrico deve ampliar significativamente a presença do cobre no automóvel, atualmente em torno de 20 quilos por veículo, segundo o World Copper Factbook 2012. Entre as diversas apresentações e formas intermediárias, o cobre é simultaneamente exportado e importado, sendo que as importações, como proporção do saldo (indicador definido pelo IGME como “dependência econômica”), vêm caindo consistentemente.

Prata

A prata faz parte da dinâmica econômica espanhola desde o início dos registros históricos, primeiro como país produtor e depois como intermediário entre as grandes reservas do império colonial e o restante da Europa. Em tempos mais recentes, a produção de prata foi marcada por uma interrupção durante as instabilidades políticas do século XX e o regime Franquista e retomada apenas em 1971. A prata na Espanha tradicionalmente se extrai de jazidas complexas, cujo minério bruto precisa ser processado para separá-la do cobre, chumbo e zinco. Em uma escala de tempo de 40 anos, a prata alcançou um pico de produção no período 1980-1992 (oscilando entre 150 e 300 toneladas/ano), e atualmente tem valores comparativamente baixos, alcançando 413 quilos em 2010. Na análise do IGME, isto se deve principalmente à decadência da mineração de chumbo, produto complementar na exploração de jazidas.

Como no caso do cobre, o país exporta e importa prata, com uma tendência a exportar mais produtos brutos (como o minério bruto e a prata pura) e importar produtos semi-elaborados e elaborados. Contudo, o saldo em euros da prata se tornou positivo em 2010, resultado parcialmente explicado pelo fato de que as importações ainda não recuperam o nível de 2008, mas também pelo crescimento contínuo das exportações, destacando-se as de produtos elaborados (que passaram de 294 mil para 778 mil euros entre 2008 e 2010). O Quadro 57 mostra a evolução no agregado da balança de pagamentos da prata.



Fonte: IGME.

No que se refere à demanda, a prata é tradicionalmente vista como um metal “precioso” o que define seu próprio valor, mas, segundo fontes consolidadas no panorama sobre a prata do IGME, apenas 5,0% da demanda por prata tinha por objetivo o investimento de diversificação de portfólio em 2007, valor que alcança 17,0% em 2010 (reflexo das incertezas globais a partir do final da década de 2000). Os patamares percentuais da demanda derivada de usos industriais e joalheria/prataria se mantiveram durante este processo. O aumento da prata para investimento desloca principalmente aquela que era utilizada como insumo básico para os processos fotográficos baseados em filmes e papéis fotossensíveis, atualmente obsoletos e fora de aplicações especiais.

Tungstênio

Conhecido em espanhol como *wolframio*, o tungstênio tem propriedades físicas peculiares (alta temperatura de fusão, baixa pressão em estado de vapor e alta resistência à tração) que o tornam necessário para diversos processos industriais, desde o filamento da lâmpada elétrica incandescente até aparelhos de radiografia, televisão e circuitos integrados. Recentemente, têm surgido aplicações para ligas de tungstênio com outros materiais para reforçar certas características.

Na Espanha, a mineração de tungstênio concentra-se na mina de Los Santos, a cinco quilômetros de Salamanca (Castela e León). O panorama do IGME sobre o tungstênio cita estimativas de 1984 de reservas nacionais, com a produção em torno de 73 mil toneladas de WO3. No período 2008-2010, a produção cresceu continuamente, alcançando 303 toneladas em 2010 e aproximando-se do patamar brasileiro de 400-500 toneladas. Este número não incorpora a reabertura programada de duas antigas minas na Galícia, planejadas para 2011/2012. O comércio exterior de tungstênio é, como nos outros casos, bidirecional, mas a heterogeneidade dos produtos e a flutuação constante de seus preços faz com que as tendências em metal e moeda difiram de um ano a outro e em relação a agregados. Cabe destaque à exportação brasileira para a Espanha de ferro-tungstênio, de 46 toneladas. As importações espanholas de ferro-tungstênio foram as mais afetadas neste ramo pela crise, caindo em valor de 3 milhões para 900 mil euros entre 2008 e 2010, e em meta, de 168 a 55 toneladas, potencialmente reduzindo as exportações brasileiras para o país em um futuro próximo.

Sepiolita

Este mineral, tradicionalmente considerado uma pedra preciosa por ser escassa e dura, dispõe-se em uma rede cristalina de alta porosidade, comparável a uma esponja rígida e oca. Tradicionalmente, é utilizada, devido a estas propriedades, como absorvente industrial, intervindo na produção de cimentos e ligas. Mais recentemente, tem encontrado usos na atividade de mineração, absorvendo água salgada e petróleo de alto mar. Pecharromán e Cubillo (2009) e Pecharromán et al. (2006) citam uma série de aplicações avançadas com potencial econômico no futuro, particularmente em nanoligas de sepiolita com prata (biocidas e fungicida), níquel (sensores magnéticos e armazenamento de dados), ferro (processos laboratoriais em medicina), cobre e ouro (optoeletrônica e ótica não-linear) e outros metais (pigmentos, tintas magnéticas, entre outros).

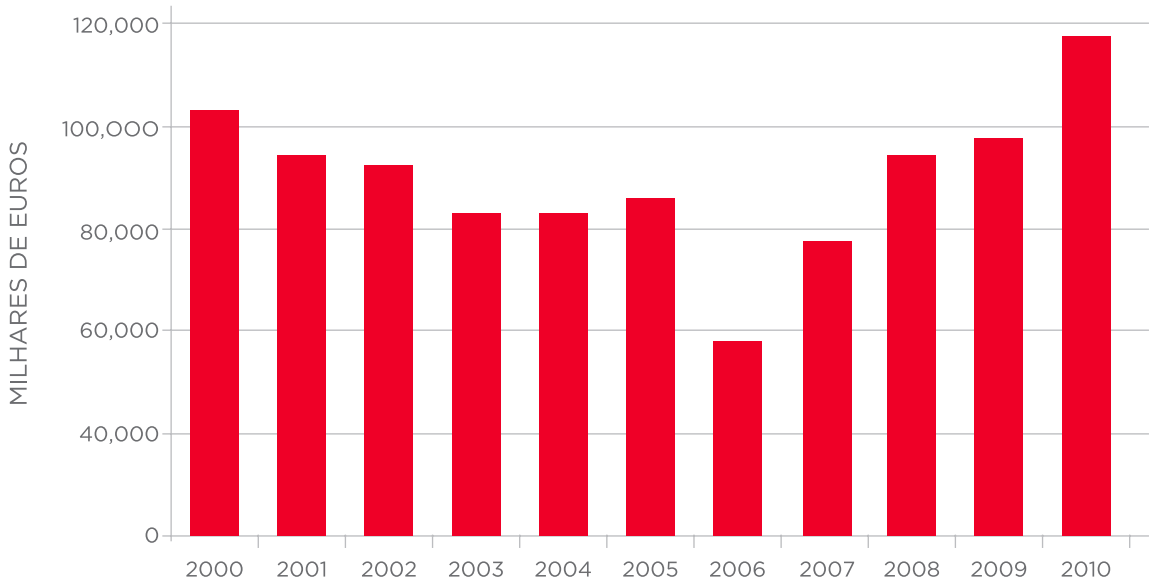
Ainda segundo informações destes estudos e do Instituto de Ciência dos Materiais de Madrid, a Espanha possui em torno de 80,0% da produção mundial corrente de sepiolita, que, segundo Pecharromán e Cubillo (op. cit.), estaria sendo “desperdiçada” em atividades de baixo valor agregado, como produtos higiênicos veterinários. Contudo, embora a factibilidade físico-química das aplicações listadas por estes autores seja essencialmente confirmada pela publicação de estudos detalhados em revistas técnico-acadêmicas de alto nível, a percepção da viabilidade econômica destas produções não se confirma *prima facie*, principalmente em competição com tecnologias nos mesmos espaços de mercado. Nas pesquisas

realizadas, o interesse aparente na sepiolita parece exceder a disponibilidade e qualidade dos dados disponíveis, o que constitui um sinal adicional de que este pode ser um dos minerais raros que ganham importância estratégica com a emergência de novas tecnologias.

Gesso

O plano de investigação e exploração de gesso do governo espanhol, realizado pelo IGME, chegou à conclusão que as reservas são “ilimitadas” para horizontes de tempo indeterminados. O valor dos recursos extraídos em 2010 alcança 137 milhões de euros e, como indica o Quadro 58, configura-se uma trajetória de crescimento no saldo comercial deste setor, que não parece ter sido afetado pela crise recente, indicativo de um segmento mais robusto e sustentável no contexto da economia espanhola.

QUADRO 58
Saldo Comercial do Setor de Gesso da Espanha (Milhares de Euros)



Fonte: IGME.

Magnesita

A magnesita é um mineral composto de carbonato de magnésio e impurezas diversas de ferro, cálcio, cobalto e níquel. Suas aplicações abrangem a construção civil (tijolos e ligas), alimentação veterinária, indústria química, correção de solos agrícolas e tratamentos de recuperação ambiental. Os principais jazimentos espanhóis se encontram em Navarra e Lugo (Galícia), extraíndo, em 2010, segundo o IGME, 463 mil toneladas de minério. Em contraste, a Pesquisa de Recursos Minerais dos Estados Unidos estima que, no mesmo ano, a produção mundial em 20 milhões de toneladas, dos quais 15 milhões se devem à Rússia e China.

No caso da magnesita, o saldo comercial se tornou positivo em função do decréscimo das importações. De fato, embora as importações tenham caído de 58,5 milhões de euros para 42,7 milhões entre 2008 e 2010, as exportações cresceram de 35,4 milhões para 49,1 milhões, configurando um saldo positivo. O efeito da balança comercial contrasta com a relativa constância do patamar de produção em torno de 440-460 mil toneladas de minério, nível quebrado apenas durante o ano de 2009.

ANEXO 2
EMPRESAS CONCESSIONÁRIAS DE DISTRIBUIÇÃO DE ENERGIA ELÉTRICA

| | | EMPRESA | GRUPO ECONÔMICO | |
|----|------------------|--|-----------------|----------|
| 1 | AES SUL | AES Sul Distribuidora Gaúcha de Energia S.A. | AES | PRIVADA |
| 2 | AES ELETROPAULO | ELETROPAULO Metropolitana Eletricidade de São Paulo S.A. | | |
| 3 | ELEKTRO | ELEKTRO Eletricidade e Serviços S.A. | IBERDROLA | |
| 4 | CPFL PAULISTA | Companhia Paulista de Força e Luz | CPFL ENERGIA | |
| 5 | CPFL LESTE | Companhia Paulista de Energia Elétrica | | |
| 6 | CPFL PIRATININGA | Companhia Piratininga de Força e Luz | | |
| 7 | RGE | Rio Grande Energia S.A. | | |
| 8 | CPFL JAGUARI | Companhia Jaguari de Energia | | |
| 9 | CPFL MOCOCA | Companhia Luz e Força Mococa | | |
| 10 | CPFL SANTA CRUZ | Companhia Luz e Força Santa Cruz | | |
| 11 | CPFL SUL | Companhia Sul Paulista de Energia | | |
| 12 | AMPLA | Ampla Energia e Serviços S.A. | ENDESA | |
| 13 | COELCE | Companhia Energética do Ceará | | |
| 14 | EDP BANDEIRANTE | Bandeirante Energia S.A. | EDP | |
| 15 | EDP ESCELSA | Espírito Santo Centrais Elétricas S.A | | |
| 16 | ENERGISA PB | ENERGISA Paraíba - Distribuidora de Energia S.A. | ENERGISA | |
| 17 | ENERGISA SE | ENERGISA Sergipe - Distribuidora de Energia S.A. | | |
| 18 | BORBOREMA | ENERGISA Borborema - Distribuidora de Energia S.A. | | |
| 19 | ENERGISA MG | ENERGISA Minas Gerais - Distribuidora de Energia S.A. | | |
| 20 | NOVA FRIBURGO | ENERGISA Nova Friburgo - Distribuidora de Energia S.A. | | |
| 21 | CEMAR | Companhia Energética do Maranhão | EQUATORIAL | |
| 22 | CELPA | Centrais Elétricas do Pará S.A. | | |
| 23 | CELPE | Companhia Energética de Pernambuco | Neoenergia | |
| 24 | COELBA | Companhia de Eletricidade do Estado da Bahia | | |
| 25 | COSERN | Companhia Energética do Rio Grande do Norte | | |
| 26 | BRAGANTINA | Empresa Elétrica Bragantina | REDE ENERGIA | |
| 27 | CELTINS | Companhia de Energia Elétrica do Estado do Tocantins | | |
| 28 | CEMAT | Centrais Elétricas Matogrossenses S.A. | | |
| 29 | CFLO | Companhia Força e Luz do Oeste | | |
| 30 | ENERSUL | Empresa Energética do Mato Grosso do Sul S.A. | | |
| 31 | PARANAPANEMA | Empresa de Eletricidade Vale do Paranapanema S.A. | | |
| 32 | CAIUÁ | Caiuá Serviços de Eletricidade S.A. | | |
| 33 | NACIONAL | Companhia Nacional de Energia Elétrica | RME | |
| 34 | LIGHT | Light Serviços de Eletricidade S.A. | | |
| 35 | IGUAÇU | Iguaçu Distribuidora de Energia Elétrica Ltda. | | |
| 36 | SANTA MARIA | Empresa Luz e Força Santa Maria S.A. | | |
| 37 | SULGIPE | Companhia Sul Sergipana de Eletricidade | | |
| 38 | CEB | Companhia Energética de Brasília | | ESTADUAL |
| 39 | CEEE | Companhia Estadual de Energia Elétrica | | |
| 40 | CELESC | Centrais Elétricas de Santa Catarina S.A. | | |
| 41 | CEMIG | Companhia Energética de Minas Gerais | | |
| 42 | COPEL | Companhia Paranaense de Energia | | |

(cont.)

| | | EMPRESA | GRUPO ECONÔMICO | |
|----|----------------|--|-----------------|-----------|
| 43 | CELG | Companhia Energética de Goiás | ELETROBRAS | FEDERAL |
| 44 | ELETROBRAS AC | Eletrobras Distribuição - Acre S.A. | | |
| 45 | ELETROBRAS AL | Eletrobras Distribuição - Alagoas S.A. | ELETROBRAS | FEDERAL |
| 46 | ELETROBRAS AM | Eletrobras Amazonas Energia S.A. | | |
| 47 | ELETROBRAS PI | Eletrobras Distribuição - Piauí S.A. | | |
| 48 | ELETROBRAS RO | Eletrobras Distribuição - Rondônia S.A. | | |
| 49 | ELETROBRAS RR | Eletrobras Distribuição - Roraima S.A. | | |
| 50 | DMED P. CALDAS | DMED Distribuidora S.A. | | MUNICIPAL |
| 51 | ALIANÇA | Cooperativa Aliança | | PRIVADA |
| 52 | CHESP | Companhia Hidroelétrica São Patrício | | |
| 53 | FORCEL | Força e Luz Coronel Vivida Ltda. | | |
| 54 | JARI | Jari Energética S.A. - JESA | | |
| 55 | JOÃO CESA | Empresa Força e Luz João Cesa Ltda. | | |
| 56 | MUXFELDT | Muxfeldt, Marin & Cia Ltda. | | |
| 57 | NOVA PALMA | Usina Hidroelétrica Nova Palma (UENPAL) | | |
| 58 | PANAMBI | Hidroelétrica Panambi S.A. (HIDROPAN) | | |
| 59 | URUSSANGA | Empresa Força e Luz de Urussanga Ltda. (EFLUL) | | |
| 60 | COCEL | Companhia Campolarguense de Energia | | MUNICIPAL |
| 61 | DEMEI | Departamento Municipal de Energia de Ijuí | | |
| 62 | ELETROCAR | Centrais Elétricas de Carazinho S.A. | | ESTADUAL |
| 63 | CEA | Companhia de Eletricidade do Amapá | | |
| 64 | CER | Companhia Energética de Roraima | | |

Fonte: ABRADEE.

ANEXO 3
COMPOSIÇÃO ACIONÁRIA DAS MAIORES EMPRESAS
BRASILEIRAS DE ENERGIA

| EMPRESA | ACIONISTAS | PARTICIPAÇÃO |
|-----------------------|--|--------------|
| AES | Cia Brasileira | 100,0% |
| Cia Brasileira | AES Holding Brasil | 50,0% |
| | BNDESPAR | 50,0% |
| Celesc | Estado de Santa Catarina | 20,2% |
| | CAIXA PREV. B. Brasil (PREVI) | 14,5% |
| | CELOS Plus Fundo de Investimento | 3,4% |
| | GERAÇÃO L. Par Fundo de Investimento | 9,2% |
| | Centrais Elétricas Brasileiras – ELETROBRAS | 10,8% |
| | TARPON Investimentos (Fundos Administrados) | 12,0% |
| | MCAP POLAND FIA | 7,2% |
| | Outros | 22,7% |
| Cemig | Estado de Minas Gerais | 23,3% |
| | AGC Energia S/A | 14,4% |
| | Demais Acionistas Internos | 24,5% |
| | Demais Acionistas Externos | 37,7% |
| AGC Energia S/A | Andrade Gutierrez | 100,0% |
| Cesp | Fazenda do Estado de São Paulo | 36,0% |
| | Companhia Paulista de Parcerias | 4,2% |
| | Outros | 0,4% |
| | BLACKROCK, INC | 3,2% |
| | Centrais Elétricas Brasileiras S.A. – Eletrobras | 2,1% |
| | Credit Suisse Securities (Europa) | 3,8% |
| | HSBC Bank Plc London | 9,9% |
| | UBS AG, London Branch | 8,0% |
| | Outros | 32,4% |
| COPEL | Estado do Paraná | 31,1% |
| | BNDESPAR | 23,9% |
| | Eletrobras | 0,6% |
| | BM&FBovespa | 29,2% |
| | NYSE | 14,8% |
| | Outros | 0,3% |
| CPFL | Camargo Correa | 25,7% |
| | PREVI | 31,0% |
| | Outros | 12,6% |
| | FREE FLOAT | 30,7% |
| CTEEP | ISA Capital do Brasil | 37,8% |
| | Secretaria da Fazenda | 6,1% |
| | Centrais Elétricas Brasileiras S.A. – Eletrobras | 35,2% |
| | Vinci Equities Gestora de Recursos Ltda | 4,2% |
| | Outros | 16,7% |
| ISA Capital do Brasil | Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P. | 58,6% |
| | Banco HSBC | 20,7% |
| | Banco Votorantim | 20,7% |

| EMPRESA | ACIONISTAS | PARTICIPAÇÃO |
|--------------------|--|--------------|
| Duke Energy Brasil | Duke Energy International Brasil Ltda. | 94,3% |
| | Duke Energy International Brasil Holdings | 0,8% |
| | Companhia do Metropolitano de São Paulo | 1,4% |
| | Outros | 3,5% |
| EDP Energias | Grupo EDP | 51,0% |
| | Mercado | 49,0% |
| ELEKTRO | IBERDROLA Brasil S.A. | 99,7% |
| | Minoritários | 0,3% |
| ENDESA Brasil | ENDESA | 97,3% |
| | IFC | 2,7% |
| ENERGISA | Gipar S.A. | 63,9% |
| | Fundo de Invest. Part. da Serra (FIP da Serra) | 21,2% |
| | Eletrobras - Centrais Elétricas Brasileiras | 3,0% |
| | Itacatu S.A. | 2,8% |
| | BNDES Participações S.A. - BNDESPAR | 0,6% |
| | Multisetor Com. Ind. Part. S.A. | 0,3% |
| | Ivan Müller Botelho | 0,3% |
| | Ações em Tesouraria | 2,0% |
| | Outros Acionistas | 5,9% |
| Equatorial Energia | PCP Latin America Power S.A. | 22,9% |
| | Squadra Investimentos | 15,6% |
| | International Financial Corporation | 5,4% |
| | Credit Suisse Hedging-Griffo | 5,1% |
| | Demais Minoritários | 51,0% |
| Light | RME - Rio Minas Energia Participações S.A. | 13,0% |
| | CEMIG | 26,1% |
| | LUCE Empreendimentos e Participações S.A. | 13,0% |
| | BNDES Participações S.A. - BNDESPAR | 13,5% |
| | Público | 34,4% |
| Neoenergia | IBERDROLA Brasil S.A. | 39,0% |
| | Previ | 49,0% |
| | Banco do Brasil | 12,0% |
| Rede Energia | Denerge - Desenvolvimento Energético S.A. | 11,8% |
| | Empresa de Eletricidade Vale Paranapanema S.A. | 68,2% |
| | BNDESPAR | 15,9% |
| | Outros | 4,1% |
| Tractebel Energia | GDF SUEZ Energy Latin America Part. Ltda. | 69,0% |
| | Banco Clássico S.A. | 10,0% |
| | Outros | 21,0% |

Fonte: Sites das Empresas.

