

## NOTAS E COMENTÁRIOS

### Desequilíbrio externo e programas de ajustamento: um quadro teórico geral\*

Gustavo Maia Gomes\*\*

O objetivo desta nota é apresentar um quadro teórico geral que sirva como guia de referência para a descrição e a interpretação do caráter e dos efeitos de programas de ajustamento semelhantes ao que vem sendo presentemente implementado, por exemplo, no Brasil. O escopo da nota, contudo, é teórico, de modo que as referências ocasionalmente feitas ao caso brasileiro não configuram qualquer tentativa de “aplicar” o modelo a esta realidade específica.<sup>1</sup> A expressão “programas de ajustamento” é, portanto, entendida aqui no seu sentido genérico e a estratégia adotada para a exposição seguinte consiste em, partindo-se de algumas identidades contábeis muito conhecidas e de princípios teóricos não demasiadamente controversos, procurar-se desvendar um pouco da lógica destes programas. A exposição teórica, apesar de partir de princípios geralmente aceitos, é feita de modo crítico e, em alguns casos, polêmico. O horizonte da análise é, entretanto, deliberadamente mantido no curto prazo.

O texto está dividido em itens que tratam, nesta ordem, dos conceitos de equilíbrio interno e externo (item 1); bens comercializáveis e não-comercializáveis (item 2); preços, taxas de juros e o déficit do governo (item 3) e movimentos de capital (item 4). O último item alinha algumas considerações finais.

1. Equilíbrio interno e externo; 2. Bens comercializáveis e bens não-comercializáveis; 3. Preços, taxas de juros e o déficit do governo; 4. Movimentos de capital; 5. Algumas considerações finais.

\* Uma primeira versão desta nota foi escrita como documento de apoio à pesquisa *O Impacto sobre o emprego regional das políticas de estabilização* (Convênio Pimes/Ministério do Trabalho, 1984) tendo sido, em seguida, apresentada no XII Encontro Nacional de Economia da Associação Nacional dos Centros de Pós-graduação em Economia (Anpec) (São Paulo, dezembro de 1984). Winston Fritsch, da PUC/Rio, que debateu o trabalho no encontro da Anpec, teve a gentileza de escrever seus comentários. Jorge Jatobá, Carlos Osório, José Ferreira Ir-mão, do Pimes/UFPE, Roberto Macedo, da FIPE/USP, e Ricardo Infante, da Organização Internacional do Trabalho, também contribuíram com sugestões valiosas para a versão final. O autor expressa sua gratidão a estas pessoas, sem responsabilizá-las pelos erros remanescentes.

\*\* Do Programa de Pós-Graduação em Economia (Pimes) da Universidade Federal de Pernambuco.

<sup>1</sup> Tal “aplicação” é feita em outro trabalho do autor: Gomes, Gustavo Maia. *Caráter e consequências do programa brasileiro de estabilização, 1980-84*. FIPE/USP, out. 1984. (Texto para Discussão Interna n.º 22/84.)

R. Bras. Econ.	Rio de Janeiro	v. 39	n.º 1	p. 91-108	jan mar. 85
----------------	----------------	-------	-------	-----------	-------------

## 1. Equilíbrio interno e externo

Vamos definir como “equilíbrio interno” uma situação em que, dada a capacidade produtiva da economia (sobre o que teremos algo mais a dizer em seguida), o nível da demanda agregada existente é exatamente suficiente para produzir o pleno emprego com uma taxa considerada aceitável de inflação. Para fixar as idéias, vamos definir:

$$y = c + i + g + (x - m) \quad (1)$$

onde os símbolos têm as definições usuais ( $y$  = renda;  $c$  = consumo;  $i$  = investimento;  $g$  = gastos do governo;  $x$  = exportações;  $m$  = importações). Todos os símbolos denotam variáveis reais *ex-ante*, daí que a soma dos componentes do lado direito da equação constitua, em realidade, uma demanda total planejada. É claro, entretanto, que a equação (1) também admite uma interpretação contábil, em cujo caso ela se torna uma identidade.

Seguindo a nomenclatura tradicional, vamos chamar  $(c + i + g)$  de *absorção*, ou seja, a parcela da demanda total que corresponde à demanda interna (ou, numa interpretação contábil da equação (1), a parcela do produto que é utilizada internamente). Por outro lado, definindo convenientemente os termos,  $(x - m)$  pode representar o saldo do balanço de pagamentos em conta corrente, também numa base *ex-ante*.<sup>2</sup> Usando os símbolos  $a$  para absorção e  $b$  para o saldo do balanço de pagamentos em conta corrente, segue-se que

$$y = a + b \quad (2)$$

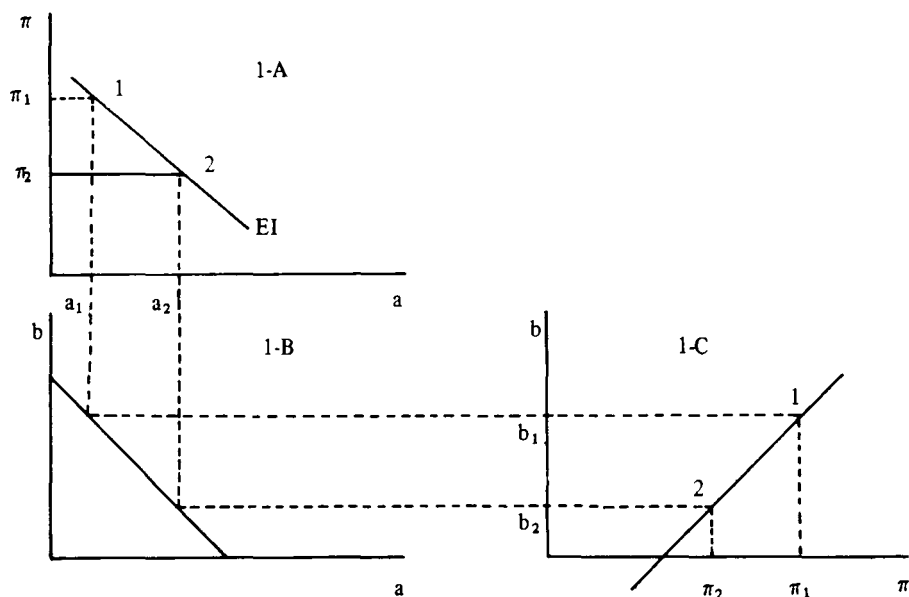
A equação (2) permite mostrar que, *partindo de uma situação inicial de equilíbrio interno*, a manutenção deste mesmo equilíbrio em face de uma mudança, digamos, em  $a$ , exige uma mudança de mesma magnitude, em direção oposta, de  $b$ . Dado um nível de produto, se uma parcela maior deste produto é demandada internamente, uma parcela menor terá que ser demandada externamente, sob pena de aparecerem tensões inflacionárias por excesso de demanda na economia. Introduzindo algumas relações teóricas simples, podemos derivar uma curva que descreve o lugar geométrico das combinações de *taxa de câmbio real*<sup>3</sup> e *absorção* compatíveis com o equilíbrio interno. Isso é feito na figura 1.

A estória que a figura 1 nos conta é que a manutenção do equilíbrio interno exige que a taxa de câmbio caia (o cruzeiro seja valorizado) sempre que a absorção aumenta. A razão é simples: um aumento de  $a$  deve ser correspondido por uma

<sup>2</sup> Já que definimos  $y$  como renda e  $(x - m)$  como o saldo em conta corrente do balanço de pagamentos, é claro que em  $m$  está incluída a renda líquida enviada para o exterior em todas as suas formas, inclusive juros.

<sup>3</sup> A taxa real de câmbio  $\pi$  é definida pela fórmula  $ep^*/p$ , onde  $e$  é a taxa nominal de câmbio (Cr\$/US\$),  $p^*$  é um índice de preços nos países para os quais nosso país exporta e  $p$  é o índice de preços internos.

Figura 1



redução em  $b$  para manter  $y$  constante. A redução em  $b$  significa uma redução no superávit, ou um aumento no déficit do balanço de pagamentos em conta corrente. Na medida em que déficits ou superávits do balanço de pagamentos possam ser mantidos indefinidamente, a economia poderá estar em qualquer ponto de  $EI$  sem que pressões inflacionárias, derivadas do excesso de demanda agregada, ou deflacionárias, decorrentes da escassez de demanda, se façam presentes. Pontos à esquerda de  $EI$  correspondem a situações de demanda insuficiente para garantir o pleno emprego; pontos à direita refletem situações de excesso de demanda.

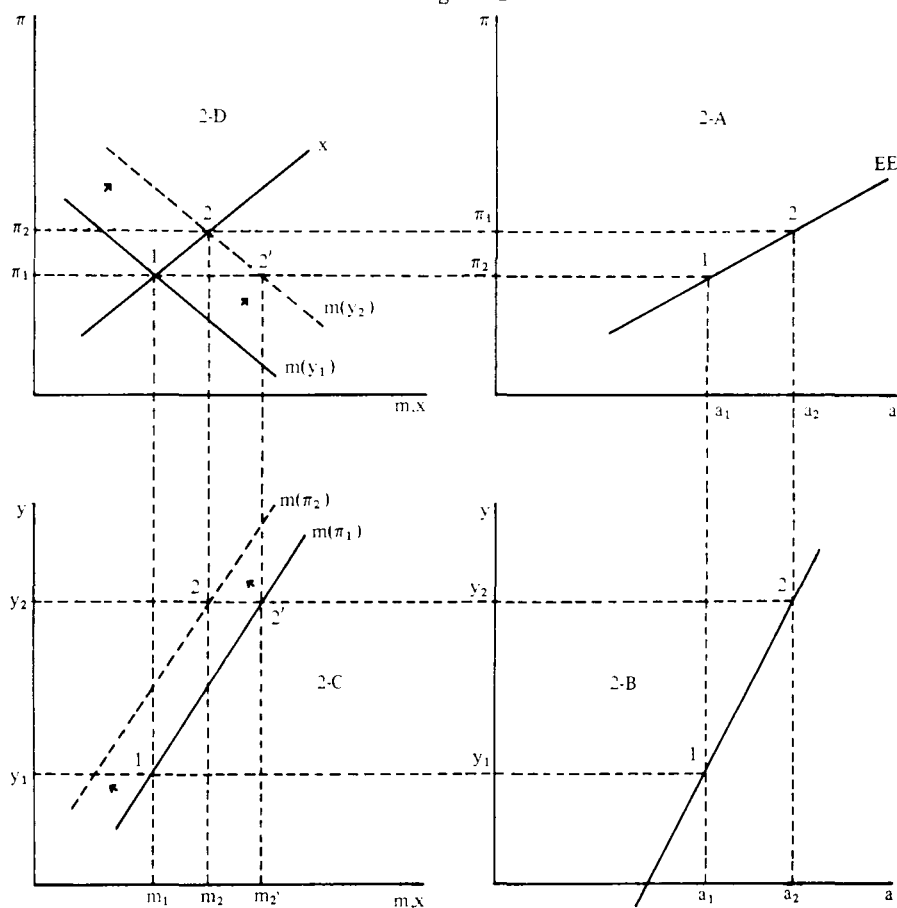
Naturalmente, como estaremos vendo mais adiante, a figura 1 descreve um mundo simples demais para ser verdadeiro. Não vamos polemizar demasiadamente contra as hipóteses implícitas na figura 1-C, por exemplo, as quais implicam que uma desvalorização real da taxa de câmbio melhora o balanço de pagamentos. Mas vamos questionar se a taxa *real* de câmbio (em oposição à taxa nominal) é, de fato, uma variável de política. Porém, mais importante do que isso, vamos lançar algumas dúvidas sobre a figura 1-B, com base no reconhecimento de que a passagem de um ponto como o ponto 1, na figura, para o ponto 2 (por exemplo) envolve uma realocação de recursos que não necessariamente poderá ser feita de forma tão suave como a sugerida pela figura. Mas, antes de entrar nestas questões, precisamos introduzir o conceito de *equilíbrio externo*, que será, neste ponto, simplesmente representado pela conta corrente do balanço de pagamentos: um

país está em equilíbrio externo quando seu balanço de pagamentos em conta corrente está em equilíbrio.<sup>4</sup>

A derivação de uma relação geométrica descrevendo os pontos de equilíbrio externo no plano  $\pi - a$  é um pouco mais complicada, mas pode também ser feita como se detalha na figura 2.

Chegamos a derivar uma relação positiva entre a taxa real de câmbio e a absorção (figura 2-A). Essa curva  $EE$  descreve as combinações  $\pi - a$  que asseguram

Figura 2



<sup>4</sup> Essa conceituação de equilíbrio externo é bastante restritiva, devendo-se reconhecer que, num caso mais geral, movimentos autônomos de capital podem viabilizar a manutenção praticamente indefinida de déficits ou superávits em conta corrente. Numa situação em que não se pode contar com esses movimentos autônomos de capital, entretanto, a conceituação de equilíbrio externo proposta no texto parece perfeitamente adequada, razão pela qual a manteremos na discussão subsequente. Um conceito mais geral de equilíbrio externo será introduzido no item 5.

o equilíbrio externo. Pontos à esquerda de  $EE$  correspondem a posições de superávit no balanço de transações correntes. Pontos à direita, a déficits. Na derivação da curva  $EE$  introduzimos algumas novas considerações que precisam ser explicitadas. Em 2-B estamos basicamente lidando com uma generalização da função consumo keynesiana: há uma relação positiva ligando renda e absorção. Em 2-C está plotada a função importação, positivamente inclinada com a renda. A importação é supostamente também dependente da taxa real de câmbio, como indicado em 2-D, de modo que variações em  $\pi$  deslocam a função importação no plano  $m - y$ . Finalmente, observa-se que a exportação é suposta como uma função positiva da taxa real de câmbio (2-D).

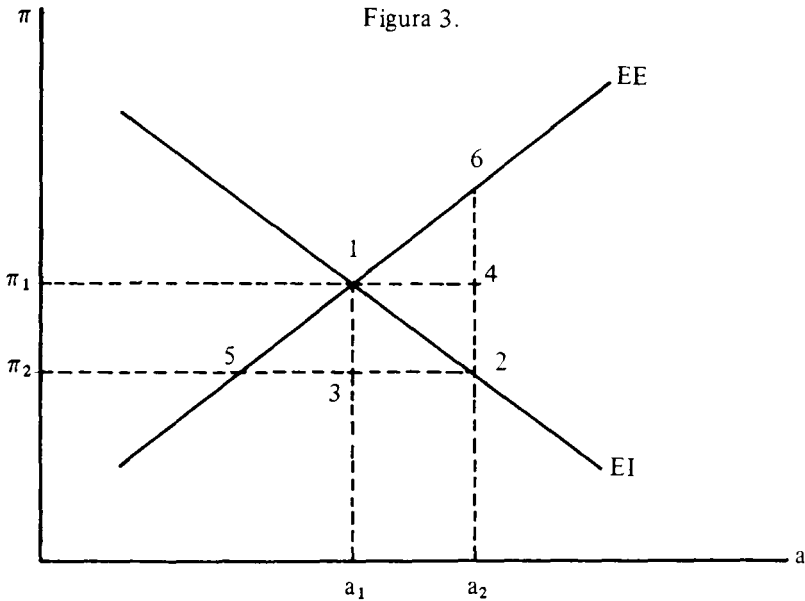
Para tornar um pouco mais claro o processo de derivação de  $EE$ , vamos partir de uma posição como a indicada pelo ponto 1 em 2-B. Dado um nível  $a_1$  de absorção, há uma renda  $y_1$  a ele associada. Em 2-C nós vemos que  $y_1$  implica  $m_1$ . Em 2-D, traçamos as funções importação e exportação de tal forma que, dados  $y_1$  e  $\pi_1$ , temos o equilíbrio externo ( $x = m$ ) assegurado. Daí chegamos ao ponto 1 em 2-A. Repetimos o exercício a partir do ponto 2 em 2-B.  $a_2$  implica  $y_2$  em 2-B e  $y_2$  implica  $m_2$  (na função importação em linha cheia) em 2-C. A posição da função importação (linha cheia) em 2-C supõe a taxa real de câmbio fixa em  $\pi_1$ . Entretanto, a elevação da renda de  $y_1$  para  $y_2$  deslocou a função importação no quadrante 2-D (para a posição mostrada na linha pontilhada). Se a taxa de câmbio ficar fixa em  $\pi_1$ , haverá um desequilíbrio externo medido pela diferença horizontal, em 2-D, entre os pontos 1 e 2'. Como estamos procurando exatamente a taxa de câmbio que produz o equilíbrio externo, vamos deixar a taxa de câmbio se elevar (o cruzeiro se desvalorizar). O déficit do balanço de pagamentos seria eliminado no ponto 2. Note-se que a subida da taxa de câmbio fez com que a função importação se deslocasse no plano  $m - y$ , restabelecendo a consistência geral do sistema. O ponto 2, em 2-A está a nordeste do ponto 1, ou seja, a curva  $EE$  é positivamente inclinada.<sup>5</sup>

A exemplo do que ocorreu com derivação anterior da curva  $EI$ , algumas simplificações embutidas na análise anterior, da qual se deduziu a curva  $EE$ , são questionáveis. Elas não parecem comprometer a validade geral do exercício, entretanto. Para fechar o exercício, colocamos as curvas  $EI$  e  $EE$  juntas, como na figura 3 a seguir. A obtenção simultânea do equilíbrio externo e interno exige uma certa combinação específica da taxa real de câmbio e do nível de absorção doméstica do produto.<sup>6</sup>

<sup>5</sup> As curvas  $EI$  e  $EE$  (com outros nomes) foram introduzidas na literatura de comércio internacional por Swan, Trevor. *Longer-run problems of the balance of payments*. Reeditado em Caves, R. & Johnson, H. G., eds. *Readings in international economics*. Ill., Homewood, Irwin, 1968. As derivações gráficas feitas são, até onde vai o conhecimento do autor, originais.

<sup>6</sup> Esta análise está feita na tradição de Meade, Swan e outros. Para apresentações didáticas alternativas veja-se Williamson, John. *The Open economy and the world economy*. New York, Basic Books, 1983; e Grubel, Herbert G. *International economics*. Homewood, Ill., Irwin, 1977 (especialmente o cap. 16).

Figura 3.



Mas o exercício pode ser útil para analisar as implicações de posições fora do equilíbrio geral. Por exemplo, em 2 nós temos o equilíbrio interno assegurado, mas a economia apresenta déficit no balanço de pagamentos. Este déficit pode ser mantido de forma mais ou menos indefinida, num contexto dinâmico, se as exportações estiverem crescendo a uma taxa adequada para assegurar que a relação exportações/dívida externa permaneça em limites aceitáveis pelos credores do país. Mas vamos descartar esta possibilidade, por enquanto. A implicação de uma posição como a 2 será, então, que cedo ou tarde o país terá de fazer um ajustamento de sua economia, de modo a corrigir o déficit de seu balanço de pagamentos. Para conseguir isto, e esta é uma das implicações tradicionalmente enfatizadas neste tipo de exercício, o país terá de manipular simultaneamente dois instrumentos de política (pelo menos). O governo terá de reduzir a absorção interna, por exemplo via política fiscal e, ao mesmo tempo, a taxa de câmbio terá de ser depreciada, levando a economia para o ponto 1. A tentativa de apenas fazer a política fiscal restritiva sem manipular a taxa de câmbio levaria a economia para um ponto como 5, no qual ter-se-ia uma recessão. (Atingir-se-ia o equilíbrio externo, mas não o interno). Por outro lado, a manipulação apenas da taxa de câmbio levaria a economia para o ponto 6 (equilíbrio externo com explosão inflacionária). A lição geral é, então, a seguinte: se a economia está, no instante inicial, funcionando a plena capacidade, o programa de ajustamento externo tem de ser feito simultaneamente a um programa de ajustamento interno; na medida que se conseguem melhores resultados na balança comercial (ou no balanço de pagamentos) é necessário ir controlando (reduzindo) a demanda interna para evitar um surto inflacionário.

Note-se, entretanto, que essas conclusões estão condicionadas à hipótese de que a posição inicial da economia é aquela representada em 2. Se o ponto inicial for o ponto 3, por exemplo, será possível corrigir o déficit do balanço de pagamentos ao mesmo tempo em que se aumenta a absorção, através de uma política fiscal expansionista, por exemplo. A razão é simples: se a economia está numa recessão derivada da escassez de demanda agregada (apesar do déficit externo), é possível aumentar o nível de absorção ao mesmo tempo que se corrige o déficit do balanço de pagamentos. Basta que, dos aumentos do produto decorrentes da política fiscal expansionista, se destinem parcelas absolutas crescentes para a exportação. Finalmente, partindo de uma posição como a 4 na figura, é possível restabelecer simultaneamente o equilíbrio interno e externo manipulando apenas a demanda interna.

Para nossos propósitos, a posição inicial de desequilíbrio mais interessante é a posição 2. Em quase todos os casos em que um país adota um programa de estabilização sob a supervisão do Fundo Monetário Internacional, a pressuposição é que sua economia está trabalhando num ponto como o 2 da figura 3. A idéia teórica mais benevolente, a este respeito, é que a economia pode se ajustar caminhando em cima da curva *EI* (de 2 para 1).

Se nós voltarmos à figura 1-A, vamos imediatamente perceber que o que está envolvido nessa caminhada de 2 para 1 é uma recomposição da demanda agregada com o aumento da demanda externa e a redução correspondente da demanda interna (absorção). Se o mundo fosse simples como a figura 3, todo o custo do programa de ajustamento seria dado pela redução no consumo interno, consumo aqui entendido de forma ampla (melhor seria dizer, utilização interna do produto). Isso é representado pela diferença  $a_2 - a_1$ . Há uma redução do consumo interno, já que agora a parcela do produto (líquida de importações) está sendo remetida para o exterior é maior do que anteriormente. Mas não existe, pelo menos no horizonte aberto pela figura 3, nenhum outro custo a ser incorrido pelo País. Essa é uma conclusão perigosamente falsa, entre outras coisas pelas razões que apresentamos a seguir.

## 2. Bens comercializáveis e bens não-comercializáveis

Uma das coisas que não estão contempladas na análise anterior é que os bens que um país exporta não são sempre os mesmos que ele consome (ou absorve) internamente. Outro aspecto essencial, também abstraído na análise até aqui (e extremamente relevante para um país como o Brasil, por exemplo) é que uma grande parcela do que um país importa é feita de insumos essenciais à produção. Para captar o primeiro ponto, vamos imaginar uma economia que produz dois tipos de bens: os comercializáveis e os não-comercializáveis ( $q_x$  e  $q_d$ , respectivamente). Vamos também assumir, para simplificar as coisas, que toda a importação é constituída por bens intermediários. Neste caso a *renda* da economia em causa poderia ser escrita como

$$y = q_d + q_x - m \quad (3)$$

Tipicamente, o bem exportável também é consumido internamente. Mas nada de essencial se altera em nosso argumento se supusermos que esse não é o caso, ou seja, se supusermos que  $q_x = x$ . Com essa hipótese, fica claro que

$$q_d = a \quad (4)$$

$$q_x - m = b \quad (5)$$

Qual é a vantagem trazida por essa nova formulação? Vamos olhar novamente para a figura 1-B: se nós agora quisermos rebatizar os eixos daquela figura usando as expressões (4) e (5), fica imediatamente claro que 1-B representa uma fronteira de possibilidades de produção, não apenas uma relação contábil ou aritmética entre dois componentes de demanda. Mas isso não é tudo: a partir da hipótese de que os bens importados são, na verdade, insumos produtivos, podemos propor funções de produção para  $q_d$  e  $q_x$ , por exemplo, do seguinte tipo:

$$q_d = \min [f(m), g(L)] \quad (6)$$

$$q_x = \min [h(m), j(L)] \quad (7)$$

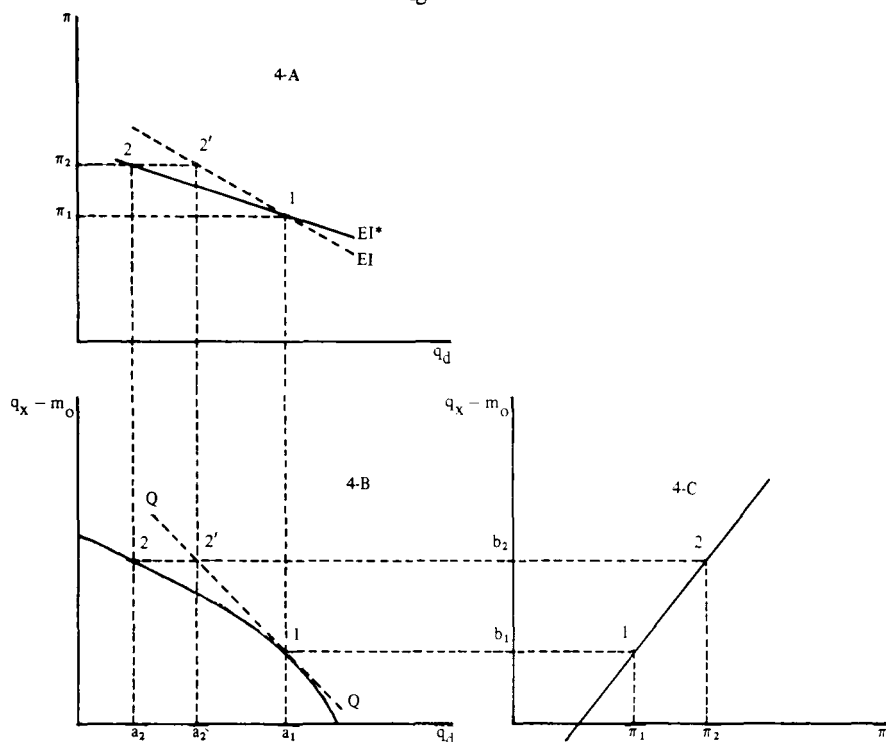
onde  $L$  = serviços de trabalho. Supomos que  $m$  e  $L$  são combinados em proporções fixas nos processos de produção. Também supomos que  $f' > 0, f'' < 0, h' > 0, h'' < 0$ . Há, naturalmente, estoques de máquinas e instalações que, entretanto, se consideram como constantes e, portanto, são abstraídos da análise. Nestas condições, vamos definir a capacidade produtiva fundamentalmente em função da disponibilidade de insumos importados. Num contexto de crise externa e restrições de balanço de pagamentos, a realidade tende a ser exatamente essa, ou seja, a restrição última à produção tende a ser dada pela disponibilidade de insumos importados.

Com essas hipóteses, retraçamos a figura 1-B, que agora se apresenta como a curva de possibilidades de produção mostrada em 4-B.<sup>7</sup> Vamos analisar, inicialmente, o caso em que as importações ficam constantes em  $m_0$ , ou seja, vamos supor que a elasticidade das importações em relação à taxa real de câmbio é zero. Para facilitar a análise gráfica, normalizamos as unidades de medida de  $q_x$  e  $q_d$ , de tal modo que o seu preço relativo — que é também a taxa de câmbio real — dado pela tangente da linha  $QQ$ , seja igual a 1. Admitindo, como o estamos fazendo, que a economia está em equilíbrio interno no instante inicial (ponto 1), a inclinação de  $QQ$  dá a taxa marginal de transformação de  $q_d$  em  $q_x$ . Agora po-

<sup>7</sup> Na verdade, a figura 4-B não descreve exatamente a fronteira de possibilidades de produção, já que estamos subtraindo  $m$  do eixo vertical. Para um  $m$  constante, a verdadeira fronteira está verticalmente acima da curva na figura 4-B, sendo a diferença igual a  $m$ . Isso em nada altera o arrazoado seguinte, sendo, contudo, importante reter em mente que variações em  $m$  deslocam a curva da figura 4-B.



Figura 4.



demos perceber que a derivação anteriormente feita da curva  $EI$  na verdade supõe uma falsa curva de transformação, que é dada pela linha  $QQ$ , quando a derivação correta deve ser feita em cima da verdadeira curva de transformação. Quando isso é feito, obtemos a curva  $EI^*$ , o verdadeiro lugar geométrico dos pontos compatíveis com o equilíbrio externo.  $EI^*$  é mais elástica do que  $EI$ .

O que significa esta elasticidade maior agora encontrada para o lugar geométrico das combinações de taxa real de câmbio e absorção que asseguram o equilíbrio interno? Se acompanharmos a derivação de  $EI^*$  e a compararmos com a derivação anterior de  $EI$ , a diferença ficará clara. Vamos partir do ponto 1 em 4-C. Dada uma taxa de câmbio  $\pi_1 = 1$  por construção, temos um saldo do balanço de pagamentos de  $b_1$ , o que nos leva aos pontos 1 nos quadrantes 4-B e 4-A. Suponhamos que o governo deseja aumentar o saldo do balanço de pagamentos de  $b_1$  para  $b_2$ . Isso é feito manipulando-se a taxa de câmbio, que agora passa a ser  $\pi_2$ . Na derivação anterior, esse aumento em  $b$  teria de ser compensado por uma redução na absorção, sendo esta redução na absorção dada pela diferença  $a_2 a_1$ . Mas quando tomamos em consideração explícita que esta mudança nas dimensões relativas e absolutas de  $a$  e  $b$  não pode ser encarada apenas como um fenómeno de demanda, mas que tem de se constituir numa realocação de recursos produtivos entre os setores de bens comercializáveis e não-comercializáveis, um

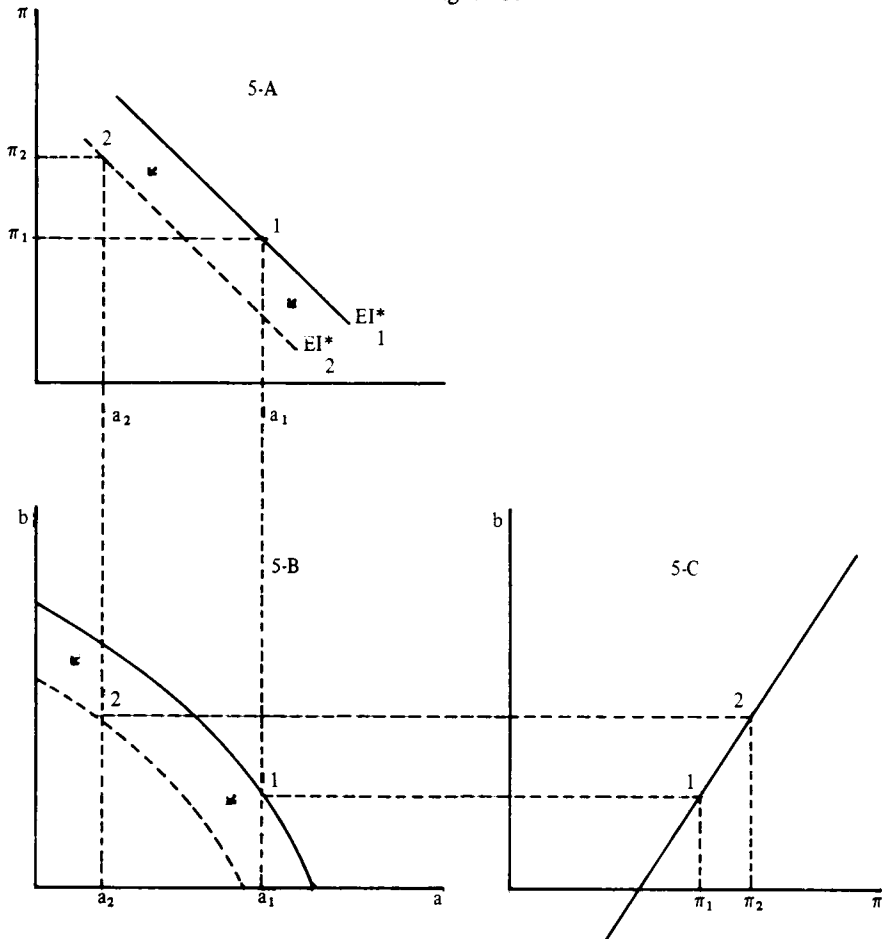
panorama diferente se apresenta: a redução necessária na absorção, de modo a assegurar a manutenção do equilíbrio interno em face do aumento no saldo (positivo) do balanço de pagamentos, é *maior* do que havia sido suposto anteriormente. A magnitude da redução em  $a$  é dada pelo seguimento  $a_2 a_1$  no quadrante 4-B.

Um exemplo aritmético pode tornar o ponto ainda mais claro. Sabemos de (2) que  $y = a + b$ . Suponhamos que precisamos aumentar  $b$  em cinco unidades, ou seja, suponhamos que a passagem do equilíbrio inicial em 1 para o equilíbrio final em 2 (figura 4) envolva um  $\Delta b = 5$ . A equação (2) nos sugeriria imediatamente que a variação negativa em  $a$  necessária para assegurar que a demanda agregada total não se modificasse seria dada por  $\Delta a = 5$ . Mas esse cálculo é enganoso: se a posição inicial da economia for uma de pleno emprego (como estamos supondo que seja), o aumento em  $b$  exigirá um aumento na produção de exportáveis (já que estamos supondo que as importações fiquem constantes). Vamos trabalhar com essa hipótese, inicialmente. Dada uma situação inicial em que a capacidade produtiva (medida pela disponibilidade de insumos importados) está dada, o aumento na produção de  $q_x$  somente poderá ser feito a custos crescentes. Desta forma, cada unidade de  $q_d$  que se deixar de produzir se transformará em menos que uma unidade de  $q_x$ .<sup>8</sup> Ou, inversamente, um aumento de  $q_x$  em cinco unidades exigirá uma redução de *mais do que cinco unidades* em  $q_d$ . A renda nacional, medida aos preços do instante inicial, necessariamente cai: o custo do programa de estabilização é maior do que o aumento buscado no saldo do balanço de pagamentos.

Mas isso é apenas uma pequena parte do problema. Na situação anterior, supusemos que o aumento em  $b$  é inteiramente conseguido por um aumento das exportações. Dado que o volume de importações fica constante, e dado que estamos supondo que  $m$  e  $L$  são insumos complementares na produção, não há nenhuma razão para que apareça desemprego da força de trabalho na economia descrita na figura 4, quando ela realiza uma mudança como a discutida anteriormente. Uma situação bem diferente ocorre quando o ajustamento é feito, total ou parcialmente, via redução nas importações. Como é a disponibilidade de  $m$  que governa a capacidade produtiva em nosso exercício, uma redução na disponibilidade de insumos importados provoca um retraimento da fronteira de possibilidade de produção, como mostrado na figura 5-B. Nestas condições, temos dois efeitos operando: o efeito de rendimentos decrescentes no curto prazo (já discutido) e o efeito redução na capacidade produtiva. É fácil deduzir-se que o custo  $a_2 a_1$ , na figura 5 (em termos de redução na absorção), de um aumento no saldo do balanço de pagamentos, nestas circunstâncias, será ainda maior do que o mostrado na figura 4. Mas agora uma implicação adicional aparece, ou seja, a redução

<sup>8</sup> Recorde-se que essas unidades foram normalizadas com base na situação inicial. A taxa marginal de transformação de  $q_d$  em  $q_x$  foi, portanto, igualada a 1 apenas naquele ponto inicial. Para  $q_x > q_x^0$ , a taxa marginal de transformação de  $q_d$  em  $q_x$  será maior do que 1, como sugerido no texto.

Figura 5.



na disponibilidade de insumos importados também implica uma redução no emprego de trabalho, já que  $m$  e  $L$  são insumos complementares: o desemprego aumenta, conseqüentemente, à medida que o país tenta obter saldos maiores do balanço de pagamentos.

### 3. Preços, taxas de juros e o déficit do governo

Até este ponto da exposição, as únicas variáveis de política mencionadas foram a taxa de câmbio e (implicitamente) uma variável de política fiscal através da qual o governo pode manipular a absorção. Para ampliar a capacidade interpretativa

do modelo, vamos agora introduzir novos elementos na análise. Para tanto, defina-se o orçamento do governo como

$$g = t + v + d \quad (8)$$

onde  $t$  é arrecadação tributária do governo,  $v$  é a variação na dívida pública, e  $d$  é a parcela do déficit do governo financiada com a emissão de moeda. Todas as variáveis estão definidas em termos reais.

Uma manipulação simples da equação (1) (subtraímos  $t$  de ambos os membros) nos permite chegar à seguinte expressão:

$$(x - m) + (i - s) + (g - t) = 0 \quad (9)$$

onde  $s = (y - c - t)$  é a poupança do setor privado. A expressão (9) nos revela uma outra faceta das relações entre equilíbrios interno e externo: ou seja, que a soma algébrica dos três tipos de desequilíbrio (do balanço de pagamentos, do setor privado e do setor público) deve ser necessariamente nula. Segue-se que, *admitindo-se que a situação inicial seja de pleno emprego*, a tentativa de corrigir o desequilíbrio externo exige necessariamente que o déficit do setor privado ou o do setor público, *ou ambos*, sejam reduzidos.

É importante distinguir entre relações contábeis e relações de comportamento. Se a equação (9) for interpretada como uma relação contábil, então será sempre verdadeiro que um aumento de  $(x - m)$  exige uma redução em  $(i - s)$  ou em  $(g - t)$ , ou em ambos. Mas daí *não* se segue que a única estratégia possível para se reduzir ou eliminar um déficit externo seja reduzir a demanda agregada interna ou o déficit do governo. Se a economia estiver, no momento inicial, numa situação de subutilização, então será possível, em princípio, corrigir o desequilíbrio externo aumentando simultaneamente a demanda agregada interna: o aumento da renda interna, devidamente acompanhado de uma política fiscal adequada, poderá gerar a poupança pública e privada necessária para equilibrar tanto o balanço consolidado do setor privado quanto o orçamento do governo, num nível mais alto de emprego.

Em qualquer caso, a equação (9) é útil na medida em que chama a atenção para a interdependência entre as três esferas (externa, privada e pública). É natural, portanto, que políticas de contenção da demanda interna e de controle do déficit governamental sejam usualmente componentes destacados de programas de estabilização, especialmente aqueles implementados sob o patrocínio do FMI. Mantendo isso em mente, vamos introduzir mais duas relações em nosso modelo. A equação (10) representa o comportamento do nível doméstico de preços.

$$P = P(d, t, r, e, p^*, y^S) \quad (10)$$

+ + + + + -

O único símbolo novo que aparece em (10) é  $r$ , que representa a taxa real de juros. O símbolo  $e$  já foi definido como a taxa nominal de câmbio;  $P$  é o índice interno de preços;  $p^*$  é o índice de preços nos países com os quais o nosso país comercia, e  $y^S$  representa o produto efetivamente ofertado. Os sinais colocados abaixo das variáveis do lado direito são os das derivadas parciais respectivas. A hipótese de que o índice de preços sobe com o aumento da arrecadação tributária supõe que esse aumento da arrecadação seja ao menos parcialmente dado pela maior incidência da tributação indireta por unidade de produto. A equação de preços proposta em (10) supõe que os preços reagem tanto a estímulos de demanda quanto de custos.<sup>9</sup>

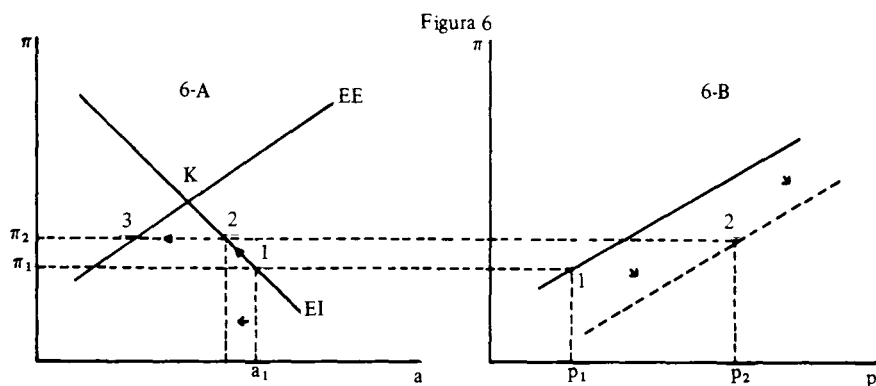
Finalmente, introduzimos a relação (11), que se refere aos fatores determinantes da taxa interna real de juros:

$$r = r(d, v, r^*) \quad (11)$$

- + +

onde  $r^*$  é a taxa internacional real de juros.

Para iniciar a exploração da capacidade explicativa do modelo ampliado, utilizamos a figura 6.



Suponhamos que a posição inicial da economia seja dada pelo ponto 1, em 6-A e 6-B. Há equilíbrio interno (a taxa de inflação não é mostrada na figura, mas temos de supor que ela está limitada a um valor aceitável, segundo a nossa definição de “equilíbrio interno”), mas o balanço de pagamentos em conta cor-

<sup>9</sup> Em particular, as relações entre variações na taxa cambial e variações no nível geral de preços podem-se materializar tanto através de efeitos de demanda, como supunham os modelos keynesianos tradicionais, quanto por meio de efeitos de *custo* (alteração de preços relativos), como ressaltado nos modelos de inspiração estruturalista. O autor agradece ao Prof. Winston Fritsch, por ter chamado a atenção para este ponto.

rente apresenta um déficit. Neste momento, um programa de estabilização é proposto: nos termos do gráfico, o governo tentará conduzir a economia para o ponto *K*, preferivelmente caminhando em cima da curva *EI*. Para tanto, ele tratará simultaneamente de elevar a taxa de câmbio e de reduzir a absorção. Vamos supor que esse programa seja implementado, de modo que a economia passe a caminhar de 1 para 2 (figura 6-A). O que acontece nesse meio tempo? Um conjunto provável de fatos é apresentado a seguir.

Quadro 1

Políticas	Transmissão via	Efeitos sobre <i>P</i>
$\Delta d < 0$	direta	—
$\Delta t > 0$	direta	+
$\Delta \pi > 0$	direta	+
$\Delta d < 0$	{ redução em $y^S$ elevação de $r$	
$\Delta t > 0$		+
$\Delta d < 0$		+

O quadro 1 sugere que, para alcançar seu objetivo de mover a economia de 1 em direção a 2 (figura 6-A) o governo provavelmente tratará de elevar a taxa de câmbio e de manipular a demanda agregada interna via redução no seu déficit e simultânea elevação da arrecadação tributária. O efeito provável deste pacote de política é francamente inflacionário! De fato, como o quadro 1 mostra, apenas um efeito negativo sobre preços aparece, ou seja, aquele derivado da queda da demanda interna. Mas este efeito é anulado pela redução simultânea do produto (redução em  $y^S$ ), cujas causas foram analisadas no item 2. Sabemos que um efeito exatamente contrabalança o outro porque estamos supondo que a economia caminha em cima da curva *EI*, ou seja, porque estamos supondo que o equilíbrio interno é mantido. Ou seja, a demanda agregada cai, mas a oferta agregada também cai, na mesma magnitude. A simples redução na demanda agregada interna, portanto, não faz com que a pressão da demanda sobre os preços seja reduzida. Se agora levarmos em conta que o mesmo programa de estabilização cria tensões de custo via aumento da tributação indireta, aumento da taxa de câmbio e elevação da taxa de juros, fica claro que um dos resultados desse programa é o de *aumentar* a taxa de inflação, no período de tempo em que a economia está caminhando de um ponto como o 1 para um ponto como o 2, figura 6-A. Os efeitos de custo são apresentados em 6-B por um deslocamento para a direita da curva de preços. No intervalo de tempo em que o nível de preços estiver se ajustando de  $p_1$  para  $p_2$  haverá inflação (ou aceleração da inflação) na economia em causa.

É nesta conjuntura que uma mudança na política de estabilização pode vir a se tornar extremamente atrativa para o governo: se o objetivo de alcançar o equi-

líbrio externo for amplamente dominante, o governo pode mudar de curso e tentar fazer a caminhada não de 1 para 2 (em 6-A) mas, digamos, se a posição inicial for 2, caminhar de 2 para 3. Isso significaria renunciar ao equilíbrio interno, de modo a alcançar mais rapidamente (e menos inflacionariamente) o equilíbrio externo. Com a nova opção de política, deixa de haver a necessidade de elevar a taxa real de câmbio: toda a ênfase é dada ao corte da demanda agregada interna. Em adição aos seus efeitos negativos sobre a absorção, a redução na demanda agregada interna leva à redução na demanda derivada de insumos importados. O balanço de pagamentos melhora. Como o corte na demanda agregada interna é mais violento do que vinha sendo na opção anterior de política, é possível que não haja grande necessidade de aumentar a dívida pública como forma de viabilizar o programa (ou seja, toda a responsabilidade pela redução no déficit governamental pode ser atribuída à redução nos gastos do governo). Desta forma, a taxa de juros pode-se elevar menos do que se elevaria. A menor pressão sobre os custos, pela não elevação da taxa de câmbio e pela elevação mais moderada da taxa de juros, em face de uma redução brusca na demanda agregada, pode viabilizar uma redução na inflação: o programa teria, enfim, obtido “sucesso”, caminhando a economia para um ponto como o 3, em 6-A. Só que a implicação da obtenção do equilíbrio externo com uma inflação mais baixa seria um desemprego que poderia chegar a ser muito elevado.

#### 4. Movimentos de capital

Nos itens anteriores, os movimentos internacionais de capital foram mantidos fora do foco principal da análise. É necessário agora completar nosso quadro geral com a discussão explícita deste aspecto do problema. Começamos com a definição do balanço de pagamentos:

$$(x - m) + \dot{k} + \dot{k}' = 0 \quad (12)$$

onde as novas variáveis introduzidas ( $\dot{k}$  e  $\dot{k}'$ ) representam entradas de capital externo no país.<sup>10</sup> Entradas de capital (que podem ser positivas ou negativas) correspondem a movimentos de títulos financeiros estrangeiros, inclusive moedas. Pode-

<sup>10</sup> Neste item, revisamos alguns temas que foram primeiro levantados por Robert Mundell, por exemplo em seus clássicos *International trade and factor mobility* (*American Economic Review*, jun. 1957) e *International economics* (New York, MacMillan, 1968). Essas idéias foram depois desenvolvidas, especialmente por Harry Johnson, culminando no que se convencionou chamar de “enfoque monetário do balanço de pagamentos” (veja-se, por exemplo, Johnson, H. *The Monetary approach to balance of payments theory*. *Monti dei Paschi Quarterly Review*, 1972). Em comunicação pessoal ao autor, o Prof. Winston Fritsch argumenta, de forma inteiramente correta e muito sugestiva, que o advento das idéias monetaristas não decorreu de um simples “progresso da análise”, como poderia parecer no presente contexto, mas sim de mudanças históricas decisivas no ambiente institucional da economia internacional, a partir de fins dos anos 50. O fato de que estas mudanças institucionais sejam omitidas aqui representa uma opção expositiva, não uma subestimação de sua relevância.

mos, para nossos propósitos presentes, abstrair a entrada de capitais correspondentes a investimentos diretamente produtivos. Com essa simplificação, ficamos apenas com o movimento de capitais financeiros. A distinção importante que é traçada em (12) é a entre movimentos de capitais autônomos ( $\dot{k}$ ) e compensatórios ( $\dot{k}'$ ). Usando esta distinção, podemos ampliar nosso conceito de equilíbrio externo: vamos considerar que um país está em equilíbrio externo quando ele consegue financiar, numa base estável e através da entrada autônoma de capitais, o seu déficit em transações correntes. Ou seja, diremos que um país está numa posição de equilíbrio externo quando

$$(x - m) + \dot{k} = 0 \quad (13)$$

A hipótese geralmente admitida é que esses movimentos internacionais de capitais autônomos são guiados pelos diferenciais entre as taxas de juro internas e as taxas internacionais *prime-rate* americana e a *Libor* inglesa). Ou seja, supõe-se que o capital flui para os países nos quais as taxas de juros são mais elevadas, como indicado em (14):<sup>11</sup>

$$\dot{k} = \dot{k}' (r - r^*) \quad (14)$$

A crença nesta hipótese tem estado por trás de um grande número de programas de estabilização ou da política econômica rotineira de países devedores. Daí a iniciativa de contrair a oferta monetária, não apenas como um meio de controlar a demanda agregada e combater a inflação, mas também para manter elevados os juros internos e assim minimizar as restrições do balanço de pagamentos através da entrada de capitais externos.

A adoção da definição mais ampla de equilíbrio externo, proposta neste item, pode ser representada graficamente por um deslocamento para a direita da curva *EE*. Comparando a posição anteriormente estabelecida para *EE* (*EE\**, na figura 7) com a nova posição da mesma curva (*EE* na mesma figura), verifica-se que é possível obter-se uma posição de equilíbrio geral com um nível de absorção maior no segundo caso do que no primeiro. Isso é apenas uma representação gráfica do fato de que, se um país pode contar com um fluxo permanente de capital financeiro externo autônomo, então esse país pode também manter permanentemente um nível de consumo e de investimento superior ao que seria permitido pela sua produção interna.

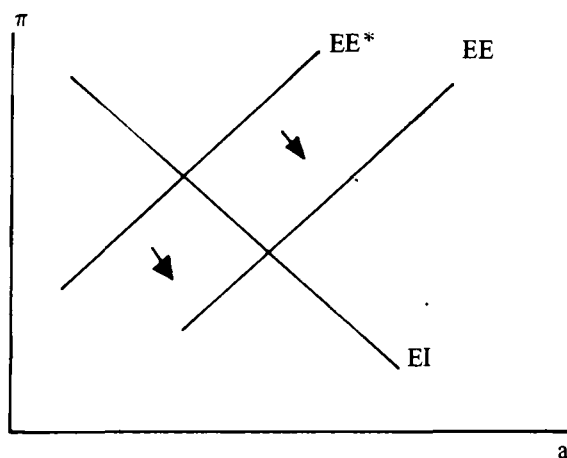
Uma implicação de (12) é que

$$(m - x) = \dot{k} + \dot{k}' \quad (15)$$

<sup>11</sup> Movimentos especulativos de capitais, de curtíssimo prazo, são claramente influenciados por expectativas de variações nas taxas de câmbio oficiais. No prosseguimento, entretanto, nós abstraímos esses movimentos.



Figura 7



Já foi visto anteriormente (equação (9)) que

$$(m - x) = (i - s) - (g - t) \quad (16)$$

Portanto,

$$(\dot{k} + \bar{k}) = (i - s) + (g - t) \quad (17)$$

A identidade (15) estabelece que o déficit em transações correntes é necessariamente igual à entrada líquida de capitais. Combinando (15) com (16), deduzimos (equação 17) que a entrada líquida de capitais está ligada aos balanços de poupança e investimento dos setores privado e público: a entrada de capitais é igual ao excesso do investimento sobre a poupança privada *mais* o déficit do governo. Como nos casos anteriores, a equação (17) pode ser interpretada em termos *ex-ante* ou em termos contábeis. Na primeira interpretação, ela se transforma em uma condição de equilíbrio, de modo que a igualdade em causa pode não se verificar. Caso ela não se verifique, entretanto, algum ajustamento necessariamente terá de ocorrer para restabelecer, *ex-post* a validade da relação contábil também escrita em (17).

Estas observações não são ociosas.<sup>12</sup> Na presente conjuntura de crise econômica, muitos países tiveram de recorrer a grandes volumes de capitais externos para financiar seus déficits em conta corrente. Com essa informação em mente e olhando para a equação (17), é muito fácil de se dizer que a razão pela qual aque-

<sup>12</sup> Uma exposição interessante do mesmo tema discutido neste e no próximo parágrafo é feita por Bacha, Edmar. Prólogo para a terceira carta. *Revista de Economia Política*, 3(4), out./dez. 1983.

les países recorreram a tais injeções de capital foi que eles estavam “gastando acima de seus meios” (ou seja: investindo e consumindo mais do que produziam). Daí até a recomendação de reduzir o dispêndio interno para reequilibrar as contas externas é um pequeno passo. O raciocínio é impecável, contabilmente falando, mas o julgamento de valor implícito no diagnóstico (“gastar acima de seus meios”) é espúrio. A explicação verdadeira para as crescentes déficits em transações correntes que tiveram de ser financiadas via entrada de capitais pode perfeitamente ter sido, e de fato o foi no caso da presente crise, primordialmente derivada de movimentos ocorridos nos países superavitários: aumento das taxas de juros, deterioração dos termos de troca dos países devedores, redução da demanda pelas exportações destes países e, mais importante do que tudo isso, o quase colapso do sistema financeiro internacional.

As implicações dos dois diagnósticos são bastante diferentes, como é fácil de perceber, embora apenas possamos, neste ponto, fazer observações muito gerais sobre o assunto. No primeiro caso, toda a responsabilidade pela situação de insolvência externa é lançada sobre os países devedores, os quais teriam sido esbanjadores no passado, de modo que devem, agora, pagar a conta. Políticas de estabilização, como as patrocinadas pelo Fundo Monetário Internacional, partem exatamente desta premissa e a põem em prática, exigindo que o ajustamento à crise se faça do lado dos devedores, basicamente através da compressão da demanda interna, ou seja, da absorção. Um diagnóstico alternativo das dificuldades financeiras dos países devedores, como o sugerido, entretanto, conduziria a programas de ajustamento baseados na queda das taxas de juros incidentes sobre a dívida externa, redução no protecionismo dos países desenvolvidos contra as exportações dos países devedores, renegociação dos prazos de pagamento e semelhantes. Que o custo do ajustamento para os países devedores seria muito menor neste segundo tipo de programa de estabilização é óbvio.

## **5. Algumas considerações finais**

Esta nota teve por objetivo delinear um quadro teórico geral com base no qual os muitos aspectos particulares e conseqüências de um programa de estabilização como, por exemplo, o atualmente em implementação no Brasil possam ser situados e interpretados. Tendo em vista esta finalidade, a discussão foi deliberadamente mantida ao nível mais geral, não se fazendo referência direta ao caso concreto do Brasil, nem se privilegiando um tipo de conseqüência do programa de ajustamento (por exemplo, suas conseqüências sobre o emprego) para uma análise mais aprofundada. Os elementos básicos para que estas duas coisas sejam feitas, ou seja, para que a discussão se centre no caso concreto da economia brasileira no período 1980-84 e para que os efeitos do programa sobre algumas variáveis-chave sejam analisados com destaque, estão, não obstante, contidos no quadro geral desenvolvido neste trabalho.