

Novos ensaios sobre o setor externo da economia brasileira

Francisco Eduardo Pires de Souza*

O conjunto de trabalhos reunidos na coletânea *Novos ensaios sobre o setor externo da economia brasileira*¹ fornece a fundamentação analítica e empírica daquele que é hoje, provavelmente, o pensamento dominante dos economistas brasileiros a respeito do que seja a restrição externa ao crescimento e à estabilidade econômica do país. Uma parte dos ensaios trata, por diferentes ópticas, do impacto da perda do financiamento externo sobre o desempenho presente e o futuro da economia brasileira; o restante discute as negociações com credores privados e organismos multilaterais, à luz dessa interpretação.²

Poderíamos sintetizar a visão da restrição externa que perpassa os diversos ensaios, da seguinte maneira: após ter apoiado a estratégia de crescimento do ingresso volumoso de capitais de empréstimo durante uma década e meia, o Brasil (como a maioria das demais economias da América Latina) viu inverter-se, subitamente, a partir de meados de 1982, o sinal das transferências financeiras externas; a brusca interrupção do fornecimento de crédito voluntário pelos bancos internacionais, conjugada à brutal elevação da carga de juros, tornou obrigatória a geração de volumosos superávits comerciais para o pagamento da parcela dos juros não coberta por créditos oficiais, investimentos diretos, ou pelo “dinheiro novo” involuntário de fontes bancárias privadas; a transferência de recursos reais ao exterior (superávit em mercadorias e serviços de não-fatores), por sua vez, constituiria um problema central da economia brasileira hoje, seja porque subtrai recursos que poderiam ser alocados ao investimento doméstico, seja porque cria um enorme problema de financiamento para o setor público, ou ainda porque se faria à custa da repressão à importação de insumos indispensáveis à expansão da capacidade produtiva doméstica (ver Batista Jr., E8, p. 179; Marques, E7, p. 164-6; Viana, E5, p. 121; Lago, E12, p. 295-305).

A transferência de recursos reais ao exterior se desdobraria, assim, num bloqueio multidimensional que impediria uma saída definitiva para a crise a que foi

*Professor no IEI/UFRJ e na FEA/UFF.

¹ Batista Jr., P. N., org. *Novos ensaios sobre o setor externo da economia brasileira*. Rio de Janeiro, FGV/IBRE, 1988. (Estudos Especiais IBRE, 6.) Os ensaios compreendidos nesse volume serão referidos, ao longo desta resenha, pelo nome do autor e pela letra E, seguida pelo número do ensaio em questão.

² Nesse sentido, a presente coletânea tem uma temática mais concentrada do que aquela que a precedeu (Batista Jr. et alii, 1981). Uma exceção é o trabalho, eminentemente teórico, sobre o enfoque monetário do balanço de pagamentos, de autoria de Waldir Ramalho (E4).

R. Bras. Econ.	Rio de Janeiro	v. 42	n.º 4	p. 432-9	out./dez. 1988
----------------	----------------	-------	-------	----------	----------------

conduzida a economia do país. Uma questão que nem sempre fica clara, entretanto, diz respeito à autonomia relativa das diferentes dimensões do problema da transferência. Concretamente, pode-se indagar se, na hipótese de a economia ser capaz de gerar o volume de poupança requerido para financiar uma taxa desejada de investimento mais a transferência de recursos reais ao exterior, subsistiria ainda assim um problema de financiamento do setor público, ou de capacidade para importar.

A questão da independência das restrições não é irrelevante, visto que muitos dos economistas que vêem a dívida externa como o problema principal da economia brasileira não considerariam a capacidade de geração de poupança como um limite.³

Na tradição do modelo de dois hiatos, as restrições de divisas e de poupança são rigorosamente independentes. A primeira é associada a uma deficiência estrutural, enquanto a segunda é de natureza estritamente macroeconômica. Uma economia pode estar submetida a um estrangulamento externo por razões estruturais (hiato de divisas) sem que o déficit externo seja manifestação de um problema de poupança (tendência a absorver mais do que se produz), ou vice-versa. No primeiro caso — isto é, se a restrição de divisas estabelece um teto inferior ao de poupança — a ausência de financiamento externo consistiria num problema muito mais grave para o crescimento do que no segundo (Mackinnon, 1979. p. 286-7).

Quanto à restrição de financiamento do setor público, inexistiu uma tradição analítica a respeito, e os textos dos *Novos ensaios* aparentemente não têm uma posição única sobre o assunto. Viana (E5, p. 127), por exemplo, assume claramente uma autonomia e precedência da restrição financeira: “Se os investimentos privados crescem ainda de forma insuficiente, a explicação está na incerteza quanto aos movimentos futuros da política econômica, na ausência de maiores demandas para o setor de bens de produção associadas à realização de investimentos governamentais, e na oferta restrita, sem perspectivas de superação, de alguns bens e serviços públicos. (. . .) Ora, todos estes fatores, sem exceção, são explicáveis pela restrição financeira do setor público. (. . .) Sendo possível evidenciar a forma pela qual as transferências para o exterior articulam-se com o financiamento do setor público, fica clara sua associação com a questão da formação de capital do país.”

Bontempo (E2) parece ter uma visão diferente, considerando o problema do financiamento do setor público apenas como uma das várias manifestações de um mesmo fenômeno, de tal forma que examinar aquele problema consistiria em tratar a questão geral por um ângulo particular. Para ele, “as dificuldades do processo de ajustamento provocadas pelo aumento das transferências de recursos ao exterior podem ser vistas tanto pela óptica do balanço de pagamentos, quanto pela óptica do financiamento interno” (p. 55). E remete o leitor ao ensaio de Batista Jr. (E8) para verificar as relações entre poupança, investimento e transferência.

³Para os seguidores da corrente de pensamento pós-keynesiano, a poupança é considerada a outra face do investimento (ou do déficit público ou do saldo em transações correntes), dificilmente podendo ser considerada uma variável determinada independentemente e, portanto, uma restrição. Sobre esta visão de poupança, ver, por exemplo, Kregel (1984/85).

Independentemente da interpretação que tenham da natureza última do problema do financiamento, os trabalhos de Bontempo e de Viana — o primeiro destacando-se pela riqueza do material empírico apresentado, e o segundo pelo rigor analítico — exibem um diagnóstico semelhante do problema do financiamento do setor público a partir de 1984.

O problema poderia ser enunciado, simplificadamente, por meio da descrição dos efeitos monetários das operações cambiais conduzidas pelo Banco Central, no contexto atual. Com a interrupção do financiamento externo, o país foi obrigado a gerar divisas por conta própria, através de um superávit em suas transações reais com o exterior, para pagar os juros. Através da compra de câmbio, o Banco Central entrega cruzados ao setor privado, expandindo a base monetária. Esta expansão seria neutralizada e, portanto, não acarretaria problemas, se as divisas fossem recompradas pelo setor privado para o pagamento de juros externos. Porém, como parte importante dos juros externos é devida pelo próprio Banco Central, a moeda injetada na economia não é retirada de circulação, senão parcialmente. Além disso, na medida em que o setor público não-financeiro (e principalmente as empresas estatais) não tem condições para pagar os juros externos e o Banco Central é obrigado a financiá-los (através dos avisos GB-588 e MF-30), também nestes casos deixa de ocorrer a contração monetária associada ao pagamento dos encargos financeiros da dívida externa.

A alternativa que resta às autoridades para esterilizar a expansão primária de moeda resultante das operações externas fica sendo a colocação maciça de títulos da dívida pública no mercado. O crescimento da dívida pública interna, derivado do déficit público e da troca de ativos monetários por não-monetários (sempre que a economia estiver passando por um processo de desmonetização), passa a receber, assim, um vigoroso impulso proveniente dos juros externos, isto é, do fato de que, na margem, a totalidade do crescimento da dívida é exclusivamente interna. Dito de outra maneira, não sendo possível financiar o pagamento dos juros externos com empréstimos externos, passou-se a financiá-los com a contratação de dívida interna. Esta, então, passou a crescer sob o duplo impulso dos juros internos e dos externos.

Em termos formais, o impacto monetário do setor externo (*ISE*), entendido como o efeito das operações cambiais sobre a base monetária e/ou dívida pública interna, é expresso (ver Bontempo, *E2*, p. 30) a partir de uma equação do tipo

$$ISE = e (dR - dDEAM + rDELAM)$$

onde:

dR é a variação das reservas internacionais;

dDEAM é a variação da dívida externa das autoridades monetárias (AM);

rDELAM são os juros líquidos pagos ao exterior, por conta da dívida das AM, inclusive MF-30 e similares.

Examinando-se essa expressão, pode-se reenunciar o argumento dos parágrafos anteriores de maneira mais sintética. A situação que se configurou a partir de 1985 apresenta duas características básicas do ponto de vista do *ISE*:

- a) deixou de haver o impacto contracionista associado à tomada líquida de empréstimos externos pelas autoridades monetárias (*dDEAM*);
- b) o componente expansionista das operações ligadas à dívida externa (*rDELAM*) já assumia proporções gigantescas, devido à elevada parcela da dívida externa concentrada no Banco Central.

A combinação desses dois fatores explicaria, assim, o enorme impacto monetário (e/ou sobre a dívida pública interna) do setor externo.

Esse tipo de formulação peca, a meu ver, por estabelecer uma confusão entre a forma como aparece o problema e a sua natureza. Como pretendo argumentar no parágrafo seguinte, o problema do setor público, conforme descrito anteriormente, está ligado à transferência de recursos reais ao exterior apenas formalmente, por uma contingência institucional brasileira. Mas não é, na sua essência, um problema de balanço de pagamentos.

Suponha-se, por exemplo, que a dívida externa fosse majoritariamente privada. Nesse caso, a mesma necessidade de gerar superávits comerciais existiria. A dívida pública seria da mesma magnitude (só que fundamentalmente interna) e provocaria os mesmos problemas de financiamento que hoje se discute. No entanto, examinando as necessidades de financiamento do governo, descobriríamos que o impacto do setor externo (*ISE*, como definido nas equações de Bontempo e Viana) seria nulo, exceto por variações de reservas. Por outro lado, o impacto dos juros da dívida interna captado pelo modelo seria muito maior do que nas circunstâncias da economia brasileira atual, ou seja, teríamos tanto um problema de financiamento do setor público quanto uma transferência de recursos reais ao exterior; mas, dando à questão o mesmo tratamento analítico utilizado por Bontempo e Viana, concluiríamos que a transferência de recursos reais não estaria causando qualquer problema ao setor público.

No caso do exemplo hipotético anterior, o problema poderia ser redefinido como uma impossibilidade de o setor privado – quando não contando com recursos externos – financiar simultaneamente seus investimentos e o déficit público. Visto dessa maneira, entretanto, não escaparíamos de interpretar o problema financeiro puro e simplesmente como uma restrição de poupança.

O trabalho de Batista Jr. a respeito do impacto das transferências de recursos sobre a formação de capital (*E8*) coloca a questão do limite de poupança no centro do palco. Embora apontando as múltiplas facetas do problema da transferência, já adverte de partida: “Ao contrário da maioria dos países latino-americanos, o Brasil vem-se mostrando, entretanto, capaz de produzir saldos comerciais suficientes para pagar os juros da dívida externa. Esta peculiaridade da situação brasileira tem dificultado a plena compreensão das implicações macroeconômicas do problema da transferência de recursos reais ao exterior” (p. 175). E completa mais adiante: “Essa capacidade de gerar saldos comerciais indica, sem dúvida, que a dimensão cambial do problema da transferência vem sendo equacionada” (p. 183).

De fato, a idéia básica subjacente a este e outros trabalhos do autor é a de que a transferência de recursos reais é um fenômeno prematuro. Isto se traduziria em uma dificuldade para gerar os elevados níveis de poupança requeridos para sustentar a taxa de investimento adequada a um ritmo de crescimento desejado, numa economia no estágio de desenvolvimento em que o Brasil se encontra. A tentativa de realizar a tarefa ainda maior de gerar um nível de produto superior à produção doméstica, de maneira a transferir o excedente para o exterior, não

poderia deixar de provocar graves desequilíbrios internos. Tais distúrbios seriam, pois, manifestações da restrição de poupança. Vejamos, então, como ela é tratada por Batista Jr., no oitavo dos *Novos ensaios*.

Partindo da identidade macroeconômica entre a poupança – definida como a diferença entre o PIB e o consumo – e a soma dos investimentos com o saldo nas transações externas de mercadorias e serviços de não-fatores, o autor aponta a existência de um *trade-off* entre estas duas últimas variáveis. No caso de uma economia em processo de recuperação de uma crise prolongada, o dilema entre investimento e transferência só viria a aparecer na medida em que se esgotasse a capacidade ociosa.

Mas não basta identificar a existência do *trade-off*. Para avaliar sua importância é necessário traduzi-lo em termos quantitativos. Em outras palavras, importa saber quais seriam os limites ao crescimento da capacidade produtiva, dada a necessidade de transferir recursos reais ao exterior, no caso presente da economia brasileira. Para chegar a uma estimativa quantitativa desses limites, Batista Jr. realiza um exercício prospectivo, baseado num modelo do tipo Harrod-Domar.

Numa economia fechada, a taxa de crescimento a longo prazo seria dada pela expressão:

$$y = s / r$$

onde:

y é a taxa de crescimento do PIB;

s é a taxa de poupança;

r é a relação incremental capital-produto.

Numa economia aberta, com a poupança tendo que atender à formação de capital e à transferência de recursos ao exterior, teríamos:

$$y = (s - t) / r$$

onde

t é o saldo em mercadorias e serviços de não-fatores como proporção do PIB.

Explicitando t , chegamos então à fórmula básica do exercício realizado por Batista Jr.:

$$t = s - (r \cdot y)$$

O autor constrói, então, um quadro de possibilidades relacionando as transferências máximas possíveis (t^* , na notação do texto), compatíveis com uma taxa de crescimento mínima aceitável (y^*), para diversas hipóteses alternativas com respeito aos parâmetros s e r . Para alcançar uma taxa sustentada de crescimento de 7,5% a.a., a combinação mais pessimista desses dois parâmetros ($s = 22\%$ e

$r = 3,4$) implicaria a necessidade de uma absorção de recursos reais do exterior equivalente a 3,5% do PIB, enquanto a mais otimista ($s = 25\%$ e $r = 3$) imporá um teto para a transferência de recursos reais ao resto do mundo equivalente a 2,5% do PIB.

Uma transferência de recursos reais ao exterior superior a 2,5% do PIB, como vem sendo requerida do país nos últimos anos, seria, portanto, de acordo com o exercício, incompatível com um crescimento razoável do PIB, mesmo nas condições mais favoráveis. Para reforçar o ponto, o autor estima que, para elevar a taxa de investimento no ritmo requerido nos próximos anos “e, ao mesmo tempo, manter a transferência em 4,5% do PIB, a taxa marginal de poupança teria que ficar entre 40% e 45%, ou seja, muito acima do que pode ser considerado factível (. . .)” (p. 190).

As conclusões desse tipo de exercício dependem crucialmente das hipóteses relativas à taxa de poupança e à relação incremental capital-produto. Convém, pois, indagar quão insuperáveis são efetivamente os limites apontados.

No que toca à taxa de poupança, é de se esperar que tenha um comportamento acentuadamente pró-cíclico, além de tender a elevar-se em função da taxa de crescimento da economia. Tendo em conta seu desempenho no passado, não parece difícil que ela se situe na faixa de valores admitida no exercício (entre 22% e 25%) à medida que a economia vá retomando o crescimento e taxas de investimento mais elevadas. Quanto à questão da taxa marginal de poupança, cabe notar que transferências da ordem de 4,5% do PIB estão muito acima do que hoje se exigiria para manter as transações correntes equilibradas (cerca de 3%). Além do mais, à medida que cresce o PIB e a dívida líquida fica estagnada, as transferências necessárias tendem a reduzir-se.

Quanto à relação capital/produto, o exercício é bem mais pessimista. De fato, a relação mais baixa que se admite ($r = 3$) encontra-se acima da observada nos períodos de crescimento da economia brasileira no pós-guerra, com exceção dos anos do II PND. Mas nesta fase, como reconhece Batista Jr., a relação encontrava-se anormalmente elevada pelas características muito peculiares do conjunto de projetos de investimento que caracterizaram o período.

Uma última ressalva a fazer com relação aos resultados refere-se à extrema sensibilidade dos mesmos com relação à taxa de crescimento do PIB. De fato, se escolhêssemos uma taxa de crescimento de 7% em vez de 7,5%, a transferência de recursos máxima, na hipótese “mais favorável”, sobe de 2,5% para 4%; com uma taxa de crescimento de 6,5% salta para 5,5%. Com uma taxa de crescimento de 6,5% a.a. e uma relação capital-produto de 3, a taxa de poupança compatível com um superávit de 2,5% em mercadorias e serviços de não-fatores é de 22%.

As considerações anteriores têm por objetivo chamar a atenção para o fato de que os limites apontados no exercício são muito menos inexoráveis do que normalmente se é levado a pensar. É importante ter isso em conta por duas razões, que apresentaremos a seguir.

Em primeiro lugar, a redução das transferências de recursos reais, na medida em que seja viabilizada por um aumento do endividamento, a partir da elevada base atual, estará criando um problema adicional, pois ampliará a vulnerabilidade financeira externa do país no futuro. Há, portanto, um outro *trade-off*, menos

passível ainda de mensuração do que o primeiro — mas nem por isso menos concreto — entre vulnerabilidade financeira externa e crescimento. E é em função desse segundo risco que se deve avaliar até que ponto se está disposto a trocar um muito pequeno percentual de crescimento do produto ou do consumo⁴ por uma trajetória de crescimento mais autônoma a longo prazo. É óbvio, entretanto, que esse dilema faz menos sentido quanto mais seja possível reduzir as transferências por meio de cortes na carga de juros (por redução negociada dos juros básicos e *spreads*, ou desvalorização da dívida), e não por aumento do endividamento.

Em segundo lugar, é importante não deixar a impressão de que a redução das transferências de recursos reais possa servir de panacéia, nem mesmo como condição preliminar, sem a qual não se pode dar partida à resolução dos graves problemas — estagnação e alta inflação — que hoje afligem a economia brasileira. Antes de mais nada, porque, como assinala o próprio Batista Jr., é na medida em que se atinge a plena capacidade que se instala o conflito entre os componentes do dispêndio. E hoje estamos longe da plena capacidade. Além disso, como adverte Marques (E7, p. 169), “reduzir a remessa de recursos reais não irá, por si só, resolver o problema financeiro do governo ou assegurar taxas adequadas de investimento. A solução destas questões abrange aspectos (...) como as reformas administrativa e fiscal, medidas de contenção do consumo e de incentivo à poupança, redução da incerteza quanto à condução da política econômica, etc.”.

Uma boa parte dos demais ensaios da coletânea tira implicações das teses centrais. Assim, por exemplo, Batista Jr. examina (E9) o acordo fechado com os bancos em março de 1986 e discute os problemas que ficaram pendentes. O trabalho de Lago sobre a suspensão do pagamento dos juros em fevereiro de 1987 (E1), com uma visão geral semelhante, cobre um período adicional da negociação externa; em um ensaio mais amplo (E12), o mesmo autor trata da renegociação da dívida a partir de uma recapitulação das origens do problema da dívida, das diversas propostas em discussão e de projeções sobre o balanço de pagamentos do país. Já os problemas das negociações com o FMI são tratados com extrema clareza por Marques (E11).

Outros aspectos de nossas relações com o exterior, como os investimentos diretos estrangeiros (E3) e as conseqüências do protecionismo nos países industrializados (E6), são também abordados nesse volume, acrescentando novos condicionantes ao quadro de problemas analisados nos trabalhos acima discutidos.

Esta resenha está longe de poder esgotar uma avaliação dos argumentos sobre a tese da restrição externa presente no conjunto de ensaios dessa coletânea que o IBRE acaba de editar. Contudo, a opção foi centrar a análise nas explicações que mais consistentemente são reproduzidas nos diversos trabalhos. Não foi possível, assim, fazer jus à totalidade do esforço analítico e interpretativo, bem como à riqueza de informações sobre o setor externo da economia brasileira, a que o leitor terá acesso através da consulta a essa obra.

⁴ Um investimento menor em 3% do PIB é compatível, dada uma relação capital-produto de 3, com uma taxa de crescimento do produto menor em 1%. Como o saldo requerido para manter as transações correntes equilibradas é declinante, as diferenças entre as taxas de crescimento viáveis com e sem saldo nas transações reais, a partir de 1%, vai-se tornando cada vez menor.

Referências bibliográficas

Batista Jr., P. N., org. *Novos ensaios sobre o setor externo da economia brasileira*. Rio de Janeiro, FGV. 1988. (Estudos Especiais IBRE, 6.) Com os seguintes ensaios:

_____. Fluxos financeiros internacionais para o Brasil desde o final da década de 1960 (E10);

_____. Formação de capital e transferência de recursos ao exterior (E8);

_____. Negociação financeira externa: resultados iniciais e problemas pendentes (E9);

Bontempo, H. C. Transferências externas e financiamento do governo federal (E2);

Lago, L. A. C. A dívida externa brasileira e o endividamento global dos países em desenvolvimento: experiência recente e perspectivas de reescalonamento (E12);

_____. A suspensão do pagamento dos juros da dívida externa (E1);

_____. Investimentos diretos no Brasil e a conversão de empréstimos em capital de risco (E3);

Marques, M. S. B. Estratégia de ajustamento externo: 1983-1986 (E7);

_____. FMI: a experiência brasileira recente (E11);

_____. & Batista Jr., P. N. Protecionismo dos países industrializados e dívida externa latino-americana (E6);

Ramalho, V. Revendo o enfoque monetário do balanço de pagamentos (E4);

Viana, S. B. A transferência de recursos para o exterior e o financiamento do setor público (E5).

Batista Jr., P. N. et alii. *Ensaio sobre o setor externo da economia brasileira*. Rio de Janeiro, FGV/IBRE, 1981.

Kregel, J. A. Constraints on the expansion of output and employment: real or monetary? *Journal of Post-Keynesian Economics*, Winter 1984/85.

Mckinnon, R. I. Restrições de divisas no desenvolvimento econômico e a alocação eficiente da ajuda externa. In: Savasini, J. A. A. et alii, org. *Economia internacional*. Saraiva, 1979.