

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA**

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**“A SUSTENTABILIDADE DOS DÉFICITS EM CONTA CORRENTE:
O CASO BRASILEIRO”**

Conrado Lopes Corrêa da Costa
Nº de matrícula: 9315370-3

Orientadora: Maria Cristina Terra

Julho de 1997

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”

Conrado Coniadeleto

Agradecimentos

A Deus por ter me dado a oportunidade de estudar na PUC e de estar em contato com os melhores economistas do Brasil.

A minha orientadora, Cristina Terra (a Tita), que realmente me orientou na execução deste trabalho. Sem ela, muitos conceitos básicos deste trabalho estariam errados, inclusive equações. Foi muito bom trabalhar sob a supervisão da Tita que sempre se interessou pelo que eu fazia e nunca deixou de atender, por mais ocupada que estivesse.

A Simone Passini, que desde sempre me deu muita ajuda para conseguir os dados necessários para as análises que foram feitas aqui. Fez o que foi preciso, mandar dados por fax, deixar no Departamento, via Internet.

Aos meus pais, que sempre fizeram questão de me perguntar “como ia a minha monografia”, me lembrando de estar em dia com o meu trabalho.

Muito obrigado a todos.

ÍNDICE

Capítulo I	INTRODUÇÃO	1
Capítulo II	A CONTA CORRENTE	3
II.1	Modelo Teórico da Conta Corrente	3
II.2	Solvência do Déficit em Conta Corrente	7
II.3	Sustentabilidade	11
II.4	Indicadores Macroeconômicos	12
II.4.a	A Relação Dívida Externa/PIB — $\frac{div\ ext_t}{Y_t}$	12
II.4.b	A Relação Exportações/PIB — $\frac{X_t}{Y_t}$	13
II.4.c	A Taxa de Câmbio Real	14
II.4.d	Níveis nacionais de poupança $\left(\frac{S_t}{Y_t}\right)$ e investimento $\left(\frac{I_t}{Y_t}\right)$	16
II.4.e	A Relação Déficit Fiscal/PIB — $\frac{def\ fisc_t}{Y_t}$	17
II.5	Análise Comparativa	19
II.5.a	Taxa de câmbio real (ano base 1975=100)	22
Capítulo III	O CASO BRASILEIRO	26
III.1	Dívida Externa-PIB	26
III.2	Exportações-PIB	29
III.3	Taxa de Câmbio Real	33
III.4	Níveis de Poupança e Investimento	39
III.5	Déficit Fiscal-PIB	42
Capítulo IV	CONCLUSÃO	46
Bibliografia		50

I - INTRODUÇÃO

Desde que o Plano Real começou a ser implementado no Brasil, em julho de 1994, o país tem experimentado um apreciação cambial muito grande, o que chamou a atenção para o que vem acontecendo nas contas externas do país.

Pouca atenção era dispensada a outra coisa que não fosse a inflação em períodos anteriores, mas agora, com uma taxa acumulada de menos de 7.0% nos últimos 12 meses, assuntos que haviam sido protelados, como a reforma fiscal e a questão da poupança no país, voltam a ser discutidos.

A apreciação cambial se deveu ao aumento forçado nas taxas de juros como forma de desestimular o consumo num primeiro momento do plano. O medo de que se repetisse a explosão de demanda do plano Cruzado obrigou os governantes a isso. Além disso, o governo relaxou muito no controle das importações, permitindo que a competição dos produtos importados fosse uma forma de segurar os aumentos de preços dos produtos brasileiros.

Como consequência dessa políticas, desde 1995 o Brasil vem apresentando déficits na balança comercial, agravando ainda mais o saldo ruim em conta corrente, que desde 1993 já é deficitário.

Até que ponto um país historicamente endividado como o Brasil pode sustentar esse desequilíbrio nas suas contas externas, sem que passe por uma crise? O

Brasil pode manter a sua atual política econômica e ainda assim transformar seus déficits em superávits?

Essa monografia não vai dar as respostas para essas perguntas, até porque, por mais que os dados estejam disponíveis para serem analisados e possamos comparar os dados brasileiros com o resto do mundo, não sabemos até quando a atual política será sustentável. Além dos fatores políticos que influenciam na análise, há ainda fatores exógenos como o ambiente internacional, que estão sempre sujeitos a crises sem aviso prévio que pegam todos os países desprevenidos.

O que podemos fazer a partir dos dados aqui analisados é indicar em que aspectos o Brasil está pior e como isso pode estar afetando o saldo em conta corrente do país. Espero conseguir dizer porque a política cambial é menos preocupante que o déficit fiscal e os baixos níveis de poupança e investimento do país.

Acima de tudo, essa monografia se propõe a fazer uma comparação dos números brasileiros e dos números dos outros países em desenvolvimento. Assim, podemos distinguir situações de crise e entender o que uns fizeram para dar certo e o que os outros fizeram que deu errado.

II - A CONTA CORRENTE

II.1 - Modelo Teórico da Conta Corrente

Observando como funcionam as diferentes economias, percebemos que entre elas há trocas comerciais. O que um determinado país está produzindo pode ser exportado para outros, bem como um país pode importar bens e serviços do resto do mundo¹. Desde que haja fluxo de capitais entre os países, empréstimos internacionais também são possíveis, e o consumo nacional não é, necessariamente, a identidade de tudo o que produzido na economia nacional.

As transações entre um país e o resto do mundo são registradas na sua conta corrente. A conta corrente é composta pela balança comercial — saldo líquido das exportações menos importações de bens e serviços, pelos juros e serviços pagos a ativos domésticos detidos pelos estrangeiros e pelos juros e serviços recebidos dos ativos estrangeiros que o país doméstico detém.

Um país com saldo líquido positivo de exportações (exporta mais do que importa) tem que estar empregando esta renda de alguma forma. Dizemos que ele está adquirindo ativos estrangeiros no mesmo montante da diferença entre o que ele vende para os estrangeiros e o que ele compra deles. Um país com saldo líquido negativo de exportações (exporta menos do que importa) tem que estar tomando

• _____
¹ Para a análise de como funcionam as transações correntes de um país com os outros, ao invés de tratar das relações país por país, é mais conveniente trabalhar com os outros países como uma única unidade, o *resto do mundo*.

emprestado uma quantia igual para financiar o seu déficit comercial com os estrangeiros.

Podemos dizer, então, que o saldo em conta corrente de um país em um determinado período de tempo é a variação do seu exigível líquido com o resto do mundo — a variação do seus ativos estrangeiros líquidos. Quando ele tem um saldo comercial (saldo líquido de exportações) positivo ele aumenta a quantidade de ativos estrangeiros que possui, do contrário, ele diminui essa quantidade. O saldo em conta corrente é dito superavitário se for positivo, neste caso a economia como um todo está emprestando dinheiro, e deficitário se for negativo, neste caso a economia como um todo está tomando dinheiro emprestado.

A riqueza doméstica é a riqueza total dos residentes de um país, expressa por PNB (Produto Nacional Bruto). A riqueza nacional consiste de duas partes: (1) os ativos físicos domésticos de um país, tais como seu estoque de bens de capital e terras ²; (2) e os seus ativos estrangeiros líquidos. Os ativos estrangeiros líquidos de um país são: os seus ativos estrangeiros (ações estrangeiras, bônus, fábricas em outros países, mas de capital doméstico) menos os seus passivos estrangeiros (ativos domésticos físicos ou financeiros possuídos pelos estrangeiros). Os ativos estrangeiros líquidos são parte da riqueza nacional porque eles são algo que os estrangeiros nos devem e que não pode ser anulado pelo que a economia doméstica deve aos estrangeiros.

● _____
² Por dificuldade de medida, não se inclui o capital humano como deveria ser feito.

A compra e venda de ativos estrangeiros ou domésticos é registrada na conta capital. Nela também entram os fluxos de dinheiro entre o país doméstico e os demais países. Do ponto de vista das contas nacionais, de cada bem que vendemos para fora das nossas fronteiras recebemos um pagamento correspondente; para cada lançamento positivo na conta corrente temos, portanto, como contrapartida um lançamento negativo de igual valor na conta capital. Com o pagamento recebido por cada bem ou serviço que o país exporta adquire-se um ativo estrangeiro. Portanto, contabilmente, a soma do saldo em conta corrente com o saldo da conta capital é igual a zero.

O ponto mais importante deste tipo de análise da conta corrente, a acumulação de ativos estrangeiros, é que ele apresenta de uma forma simples o comportamento da conta corrente *ao longo do tempo*. Da outra forma, tratando-se o saldo em conta corrente como a diferença entre o que se importa e o que se exporta, apenas vemos como ela se comportou num dado período do tempo.

Uma maneira simples de explicar essa análise: seja F_{t-1} o valor dos ativos estrangeiros líquidos que um país detém no final do período t . O saldo em conta corrente ao final período t é dado por $CC_t = F_t - F_{t-1}$. De forma geral, a conta corrente em t de um país com consumo do governo, mas sem acumulação de capital é

$$CC_t = F_t - F_{t-1} = Y_t - r_t F_{t-1} - C_t - G_t^3,$$

• ³ A equação acima diz que a conta corrente de um país é igual ao quanto ele poupa; $Y_t - r_t F_{t-1}$ é o produto e $C_t + G_t$ é o gasto com consumo privado e do governo. Assim, o saldo em conta corrente é igual à poupança interna de um país. A única diferença desta análise para as outras, é que ela trata como renda disponível de um país, não apenas o que é produzido dentro das suas fronteiras físicas, mas também toda a receita que é gerada pelos seus ativos estrangeiros líquidos. Esse é o conceito de *PNB*, Produto Nacional Bruto.

onde $r_t F_{t-1}$ são os juros auferidos pelo país com os ativos estrangeiros que ele já detinha no período t .

Mais adiante, a separação do consumo de um país entre o consumo privado, C_t , e o consumo do governo, G_t , vai ajudar na análise de como a conta corrente se relaciona com a poupança nacional (governo e privada) e com o investimento nacional. Mas ainda é preciso tratar do investimento no modelo.

Para incluirmos acumulação de capital ao modelo, temos que adicionar o estoque de capital no final do período t ao conceito de riqueza doméstica. A riqueza doméstica passa a ser $F_t - K_t$, a soma dos ativos estrangeiros líquidos e o estoque de capital doméstico. Chamamos de investimento a variação do estoque de capital doméstico num determinado período de tempo

$$K_t - K_{t-1} = I_t.$$

A variação na riqueza doméstica é igual à poupança nacional no mesmo período

$$F_t + K_t - (F_{t-1} + K_{t-1}) = Y_t + r_t F_{t-1} - C_t - G_t.$$

Algebricamente, obtemos que o superávit em conta corrente é

$$CC_t = F_t - F_{t-1} = Y_t + r_t F_{t-1} - C_t - G_t - I_t.$$

Se chamarmos a poupança privada nacional de S_{pt} e a poupança nacional do governo de S_{gt} , podemos dizer que a poupança total nacional é a identidade da riqueza nacional ao final do período t menos o consumo privado e governamental, ou seja

$$S_{pt} - S_{gt} \equiv Y_t - r_t F_{t-1} - C_t - G_t.$$

Para uma economia com acumulação de capital, a equação da conta corrente com investimento é

$$CC_t = S_{pt} - S_{gt} - I_t.$$

Poupança nacional maior do que formação de capital doméstico leva a acumulação de ativos estrangeiros. Qualquer política econômica que vise ter um efeito sobre a conta corrente de um país deve levar em conta como ela afetará a poupança e o investimento de um país.

II.2 - Solvência do Déficit em Conta Corrente

Solvência intertemporal é a situação em que um país como um todo respeita a sua restrição orçamentária intertemporal. O valor presente do endividamento no longo prazo tende a zero. Isso significa dizer que se um país hoje apresenta déficit em conta corrente, no futuro este déficit terá que ser transformado em superávit. Assim, déficit e superávit em diferentes períodos de tempo se somados serão iguais a zero e o país se encontra num equilíbrio intertemporal de conta corrente.

$$-(1+r_t)F_{t-1} = \sum_t \frac{1}{(1+r_t)^{s-t}} (Y_s - C_s - I_s - G_s)$$

O que a equação acima diz é que para um país ser solvente, o valor presente de superávits (déficits) comerciais deve ser igual ao nível presente de endividamento externo (ativos). A primeira parte da equação representa os ativos ou passivos externos do país e o segundo membro da equação, o valor presente de déficits ou superávits comerciais.

Um país que já esteja endividado, pode continuar a ter déficits em conta corrente e ainda assim permanecer solvente. O que precisamos garantir é que o seu endividamento relativo ao seu PIB não vá aumentar mais no futuro. Para isso, queremos que F_t esteja crescendo na mesma proporção de Y_t . Significa dizer que a relação $\frac{F_t}{Y_t}$ não vai variar ao longo do tempo, ou seja, $\overline{\left(\frac{F_t}{Y_t}\right)}$. Se um país tem tido déficits comerciais ou em conta corrente persistentes, a condição de solvência exige que haja um ponto de mudança de déficits comerciais para superávits (mas a condição de solvência não especifica exatamente quando isto deve acontecer).

A taxa de crescimento da economia, γ_t tem que ser menor do que a taxa de juros internacional r_t . Caso contrário, sempre compensaria para o país se endividar o máximo possível, uma vez que o retorno que ele obtém investindo o dinheiro no país é maior do que o custo de captá-lo no mercado internacional. Portanto,

$$\gamma_t < r_t$$

Dada a condição de solvência, quais são as implicações para o longo prazo? Podemos tomar a equação $F_t - F_{t-1} = Y_t - r_t F_{t-1} - C_t - G_t - I_t$ e tratar as suas

variáveis como uma proporção do PIB (as variáveis em letra minúscula representam a razão variável-PIB), assim temos

$$\frac{F_t - F_{t-1}}{Y_{t-1}} = \frac{Y_t + r_t F_{t-1} - C_t - G_t - I_t}{Y_{t-1}}$$

Definimos a balança comercial, BC_t , como $BC_t = Y_t - C_t - G_t - I_t$.

$$\frac{F_t}{Y_{t-1}} \frac{Y_t}{Y_t} - \frac{F_{t-1}}{Y_{t-1}} = \frac{BC_t}{Y_{t-1}} \frac{Y_t}{Y_t} + r_t \frac{F_{t-1}}{Y_{t-1}}$$

$$\frac{Y_t}{Y_{t-1}} = 1 + \gamma_t,$$

onde γ_t é a taxa de crescimento da economia.

$$(1 + \gamma_t) f_t - f_{t-1} = (1 + \gamma_t) bc_t + r f_{t-1}$$

Subtraindo-se ambos os membros da equação por $(1 + \gamma_t) f_{t-1}$, temos

$$(1 + \gamma_t) f_t - (1 + \gamma_t) f_{t-1} - f_{t-1} = (1 + \gamma_t) bc_t + r f_{t-1} - (1 + \gamma_t) f_{t-1}$$

$$(1 + \gamma_t)(f_t - f_{t-1}) = (1 + \gamma_t) bc_t + r f_{t-1} - (1 + \gamma_t) f_{t-1} + f_{t-1}$$

$$(1 + \gamma_t)(f_t - f_{t-1}) = (1 + \gamma_t) bc_t + (r - \gamma_t) f_{t-1}$$

$$f_t - f_{t-1} = bc_t + \frac{(r - \gamma_t)}{(1 + \gamma_t)} f_{t-1}$$

onde bc_t é a relação da balança comercial e do PIB. A equação diz que variações na relação ativos estrangeiros-PIB são causadas por desequilíbrios comerciais e por uma

dinâmica de endividamento proporcional ao termo $\frac{(r - \gamma_t)}{(1 + \gamma_t)} f_{t-1}$.

No longo prazo, um país endividado consegue sustentar déficits em conta corrente desde que f mantenha-se inalterado, $f_t = f_{t-1}$. Para isso, $f_t - f_{t-1} = 0$ e

$$bc_t + \frac{(r - \gamma_t)}{(1 + \gamma_t)} f_{t-1} = 0.$$

$$bc = 1 - i - c - g = -\frac{(r - \gamma_t)}{(1 + \gamma_t)} f_{t-1}$$

A vantagem de se ter uma relação da conta corrente como proporção do PIB, é que podemos analisar como uma economia pode se manter solvente mesmo apresentando sucessivos déficits em conta corrente. Ela mostra também, como se relacionam déficit e crescimento econômico. Um país será solvente, mesmo que ele apresente déficits permanentes em conta corrente, desde que haja crescimento econômico e que ele obtenha grandes superávits comerciais.

Dado que haja déficit em conta corrente, e que $r > \gamma_t$, a condição de solvência exigirá que a balança comercial seja igual ao termo $-\frac{(r - \gamma_t)}{(1 + \gamma_t)} f_{t-1}$. Nessas condições, uma economia pode permanecer por tempo indeterminado apresentando sucessivos déficits em conta corrente. Mas essa igualdade apenas supõe um equilíbrio sem amortização do principal da dívida. Ou seja, o país apresenta superávits comerciais, mas déficit em conta corrente, indicando que, a sua receita com exportações líquidas só chega no máximo a cobrir os serviços da dívida já existente.

Caso queira reverter a sua posição de país endividado, ele teria que ter superávits em conta corrente, o que implicaria em que $bc = -\frac{(r - \gamma_t)}{(1 + \gamma_t)} f_{t-1}$. Dessa forma, $f_t > f_{t-1}$, indicando que a relação $\frac{\text{deficit em } c/c}{\text{PIB}}$ diminuiu, ou porque a economia foi capaz de gerar superávits comerciais grandes o suficiente a ponto de reverter o saldo da conta corrente, ou porque a taxa de crescimento da economia foi maior do que a taxa de juros da dívida, $r < \gamma_t$.

Nesse caso, temos uma economia que já estava endividada há algum tempo. A sua dívida cresce na mesma proporção do seu PIB, e o seu déficit é devido ao pagamento dos juros e serviços da dívida que ele já possui.

II.3 - Sustentabilidade

Desequilíbrios em conta corrente são sustentáveis se, mantida a atual postura política, a mudança de déficits comerciais para superávits puder acontecer suavemente (i.e., sem mudanças drásticas no consumo ou no nível de atividade econômica).

Se para reverter o saldo comercial for necessária uma mudança radical na política econômica (contração repentina causando grande recessão) ou crise

financeira (tipo uma crise cambial levando à incapacidade de pagar os serviços da dívida externa), há um caso de insustentabilidade.

Essa mudança drástica, ou crise, pode ser caracterizada por uma profunda contração do consumo e da atividade econômica juntamente com a reversão do saldo comercial e a incapacidade de honrar os serviços de dívidas externas.

II.4 - Indicadores Macroeconômicos

Existem alguns indicadores que apontam a sustentabilidade de um déficit em conta corrente. Abaixo, listo alguns deles e explico brevemente como eles podem indicar a sustentabilidade externa de um déficit em conta corrente.

$$\text{II.4.a - A Relação Dívida Externa/PIB — } \frac{div \ ext_t}{Y_t}$$

Quanto maior for o endividamento externo de um país, menor é a sua capacidade de tomar novos empréstimos para financiar os seus próximos déficits. Quando essa relação é alta, um empréstimo adicional que o país tome será muito caro, além de os investidores estrangeiros duvidarem que o país realmente tenha condições de honrar a sua dívida no futuro.

Como será mostrado mais adiante, esse indicador não permite uma distinção perfeita entre uma situação de crise e não-crise. Mas, de uma maneira geral, a experiência dos países mostra que, essa relação foi mais alta para a maioria dos países asiáticos e latino-americanos na década de 80 do que na década de 90.

II.4.b - A Relação Exportações/PIB — $\frac{X_t}{Y_t}$

Para reduzir o endividamento externo, os países precisam contar com a divisas auferidas da produção e exportação de bens. Por um lado, países com um amplo setor exportador podem pagar os serviços da dívida com mais facilidade (como já foi visto no modelo de solvência, na seção I.2), porque os serviços vão absorver uma fração menor da sua receita total de exportações.

No caso de uma interrupção do influxo de capitais, o país tem que adotar uma política de mudança, dando ênfase aos recursos auferidos pelo setor externo como forma de pagar os serviços da dívida externa. Dificilmente, essa mudança ocorrerá instantaneamente, e o mais provável é que se tomem medidas restritivas às importações. Essa redução no nível de importações terá um efeito negativo nos setores produtivos da economia que forem mais dependentes dos produtos importados. Numa economia relativamente mais fechada do que as outras, o custo dessa restrição às importações pode ser mais pernicioso: pode ser que o país tenha que restringir a entrada

de bens essenciais ou até de matérias-primas essenciais para o consumo e a produção nacionais.

Por outro lado, uma economia mais aberta está, *ceteris paribus*, mais vulnerável aos choques externos e às flutuações nos termos de troca, ou seja, variações na relação dos preços dos bens e serviços exportados com os preços de bens e serviços importados $\left(\frac{P_{exp}}{P_{imp}}\right)$, ou aos choques externos de demanda pelos produtos domésticos.

Nesse caso, quanto mais diversificada for a pauta de exportações de um país, menos vulnerável ele está às variações na cotação das commodities. Se um país dependesse fortemente da exportação de um único bem ou de um número restrito de bem, qualquer choque externo poderá enfraquecer a capacidade desse país de sustentar déficits em conta corrente.

II.4.c - A Taxa de Câmbio Real

Uma apreciação da taxa de câmbio real pode ter como causa fatores fundamentais como alto crescimento da produtividade no setor de bens comercializáveis (tradables), ou um choque favorável nos termos de troca, aumentar a relação $\left(\frac{P_{exp}}{P_{imp}}\right)$.

Mas em países cujos regimes cambiais são de taxas fixas, ou no mínimo controladas, essa apreciação cambial pode estar refletindo, na verdade, um inconsistência entre a política monetária e a política cambial levando a uma sobrevalorização cambial. É comum também observar que países que passaram por planos de combate a altas taxas de inflação com âncora cambial, tiveram uma grande apreciação da moeda nacional em face da moeda estrangeira. Essas fortes sobrevalorizações eram muitas vezes geradas por altas taxas de juros domésticas, mantidas como forma de não deixar que a demanda crescesse excessivamente a ponto de comprometer o plano.

Eventualmente, um enfraquecimento do setor exportador tira a capacidade de o país sustentar desequilíbrios externos.

Uma apreciação da taxa de câmbio real também pode estar ocorrendo por causa de um grande influxo de capitais. Essa apreciação não é causada por mudanças nos fundamentos macroeconômicos (aumento do nível de produto, aumento da produtividade da economia, etc.), mas por um mero excesso de moeda estrangeira em relação à moeda doméstica. Seja o câmbio fixo, controlado ou flutuante, a entrada de capital e reservas estrangeiras força uma valorização da moeda doméstica, além de aumentar a liquidez monetária na economia (caso o governo não faça nada contra isso).

Na prática, entretanto, é difícil ligar sobrevalorizações da taxa de câmbio real à sustentabilidade do déficit se não houver um quadro bem definido do comportamento da taxa de câmbio real. Em países em desenvolvimento que sofreram reformas estruturais, os grandes influxos de capital e a apreciação da taxa de câmbio

real podem ter refletido um aumento da produtividade e do rendimento do capital (lucro); se surgirem déficits em conta corrente por causa do conseqüente aumento da renda permanente, isto não seria um indicador de insustentabilidade. A dificuldade está exclusivamente em definir até que ponto a apreciação trouxe melhoras para os fundamentos da economia.

II.4.d - Níveis nacionais de poupança $\left(\frac{S_t}{Y_t}\right)$ e investimento $\left(\frac{I_t}{Y_t}\right)$

Os níveis de poupança e investimentos nacionais, para um dado saldo em conta corrente, têm implicações para a sustentabilidade do déficit. Altos níveis de investimento implicam, *ceteris paribus*, em um maior crescimento futuro da economia através da construção de uma maior capacidade produtiva, aumentando, assim, a solvência intertemporal dessa economia. Altas relações $\left(\frac{S_t}{Y_t}\right)$, poupança nacional/PIB, e $\left(\frac{I_t}{Y_t}\right)$, investimento nacional/PIB, podem também funcionar como indicadores de credibilidade para os investidores internacionais; quanto maior for a proporção da poupança e do investimento nacionais em relação ao PIB doméstico, mais a economia está sinalizando o seu comprometimento com a renda e o produto futuros e os investidores percebem a sua capacidade de pagar os serviços e até mesmo amortizar a dívida externa.

II.4.e - A Relação Déficit Fiscal/PIB — $\frac{def_{fisc_t}}{Y_t}$

O equilíbrio fiscal não interfere na conta corrente no caso do modelo aqui apresentado. Essa neutralidade está baseada no fato de que o consumo depende exclusivamente da renda permanente e que as variações nos impostos não influenciam na decisão de consumo das pessoas⁴. Num cenário alternativo, onde as variações das alíquotas de impostos efetivamente influenciassem os níveis de produção e investimento, o saldo em conta corrente não seria neutro ao déficit fiscal. Além disso, nesse cenário, se o consumo nacional dependesse também da renda disponível (por exemplo, porque a população, em geral, não tem acesso a empréstimos a taxas tão boas quanto as do governo), a diminuição nas alíquotas de imposto levariam a um nível de consumo nacional mais elevado. Também as firmas vão perceber como efetiva a queda das restrições aos empréstimos (com impostos menores o crédito é mais atraente para as firmas) e a redução de impostos no presente pode levar a um aumento no nível de investimentos. Esse cenário alternativo se torna mais factível na medida em que as famílias e as firmas percebem que o déficit gerado pela expansão fiscal (diminuição de impostos) não incidirão inteiramente sobre os atuais contribuintes, ficando parte do fardo para as gerações futuras.

⁴ Uma diminuição dos impostos hoje (política fiscal expansionista) não leva a um maior nível de consumo presente, uma vez que as pessoas percebem que, no futuro, o déficit fiscal do governo ter

Todos os efeitos discutidos no cenário acima, até agora, supõem implicitamente, entre outras coisas, substitutibilidade imperfeita entre poupança privada e poupança do governo, e uma correlação positiva entre os déficits orçamentários e os déficits em conta corrente. A discussão também sugere que a força dessa correlação dependa do grau de desenvolvimento do mercado financeiro doméstico. Em países com mercado financeiro incipiente ou muito regulamentado e controlado pelo governo, é de se esperar que haja fortes ligações entre a política fiscal e o saldo em conta corrente, portanto, entre a solvência do déficit orçamentário e a sustentabilidade do saldo em conta corrente. Em períodos de grande ajustamento da economia, a equivalência Ricardiana ⁵ tem ainda menos força, já que restrições de liquidez geralmente são inevitáveis. A consolidação do equilíbrio fiscal pode facilitar a transformação de déficits externos em superávits.

Uma vez que o nível de poupança nacional já foi abordado, nem seria necessário falar de déficit fiscal, já que a noção de déficit fiscal já está implícita nos dados sobre poupança nacional:

$$\text{déficit fiscal} = -S_g$$

$$S = S_p + S_g.$$

⁵ A equivalência Ricardiana diz que déficits orçamentários financiados através da emissão de títulos pelo governo aumentam o nível do investimento privado. As pessoas percebem que a emissão de títulos está apenas postergando o aumento da tributação, uma vez que os títulos não são tidos como riqueza. O aumento da poupança privada, pela equivalência Ricardiana, é do mesmo montante do déficit orçamentário gerado pela redução de impostos. Em outras palavras, a diminuição na poupança do governo foi substituída por um aumento da poupança privada. O fato de as pessoas não viverem para sempre (pode ser que o aumento de tributação não recaia totalmente sobre a atual geração de contribuintes) e o fato de haver restrições de liquidez — nem sempre eu posso me endividar de forma a manter o meu consumo no seu nível permanente —, são dois argumentos teóricos que pesam contra a equivalência Ricardiana, além da evidência empírica.

A discussão se torna relevante quando vemos os ajustamentos por que passaram os diversos países e o papel que o equilíbrio fiscal teve, não tanto como indicador de sustentabilidade da conta corrente ex-ante, mas pelo custo fiscal que as crises trazem, ex-post, com a quebra geral de bancos, empresas e pessoas.

É mais interessante ainda quando se analisa o caso brasileiro, onde foi feito um plano de estabilização anti-inflacionário sem ajuste fiscal relevante.

II.5 - Análise Comparativa

A maior parte dos indicadores macroeconômicos usados na análise da sustentabilidade de déficits em conta corrente encontram respaldo na experiência dos países e em como suas economias se comportaram em períodos de crise.⁶

Na crise dos anos 80, muitos países endividados viram o ambiente externo piorar os termos de troca do comércio, o aumento da taxa de juros mundial, além de efeitos contracionistas devido a queda da demanda internacional na recessão de 1981-82. Em períodos de altos desequilíbrios em conta corrente, esses países também passaram por uma contínua apreciação da taxa de câmbio real (apreciação em relação à média histórica). Para alguns países também, déficits persistentes em conta corrente estiveram associados a grandes desequilíbrios fiscais.

● _____
⁶ Uma análise mais detalhada dos dados dos países mencionados nesta monografia fogem do interesse central. Esses países constam no trabalho apenas como base para comparação e aprofundamento dos indicadores para o caso brasileiro. Para um estudo mais profundo desses países, ler Razin and Milesi-Ferretti (1996).

Malásia, Tailândia, Colômbia e México tiveram seus persistentes déficits em conta corrente associados a grandes desequilíbrios fiscais no começo dos anos 80.

No período de 1979-84, a Malásia teve um déficit em conta corrente médio de 8.2% do PIB enquanto que o déficit fiscal médio foi de 14.5% do PIB. Nos mesmos anos, a Tailândia apresentou um déficit em conta corrente médio de 6.1% do PIB e um déficit fiscal médio de 4.3% do PIB. No período subsequente, de 1985-86, os efeitos do ajustamento econômico se refletem nesses números: na Malásia, o déficit em conta corrente médio caiu para 1.1% o PIB e déficit fiscal médio caiu para 8.9% PIB; na Tailândia, o déficit em conta corrente médio ficou em 1.7% do PIB no período e o déficit fiscal médio foi de 2.8% do PIB.

No período de 1977-81, época da crise mexicana da dívida externa, a média de déficit em conta corrente de 5.0% do PIB no período esteve associada a uma média de déficit fiscal de 8.0% do PIB. Logo em seguida, o custo do ajustamento foi refletido no déficit fiscal, que para os anos 1982-83 subiu para a média de 11.2%, sendo o déficit em conta corrente foi revertido para um superávit de 0.3% do PIB. A Colômbia também reduziu os seus déficits que no período de 1980-84 eram de 5.1% do PIB de déficit em conta corrente médio e 3.5% do PIB de déficit fiscal médio. Para os anos seguintes, 1985-88, a média ficou em um superávit médio de 0.5% do PIB para o saldo em conta corrente e um déficit fiscal médio de apenas 1.0% do PIB.

O ajuste político (fosse ele preventivo ou forçado pela crise externa), como se pode observar, incluiu tanto uma dimensão fiscal quanto externa, levando a uma consolidação da política fiscal e depreciação nominal da taxa de câmbio real. Na tabela abaixo, vemos como os ajustamentos fiscais se relacionam com a taxa de câmbio real (1970=100):

Tabela II.1

	Malásia		Tailândia		México		Colômbia	
	1979-84	1985-86	1979-84	1985-86	1977-81	1982-83	1980-84	1985-88
Saldo em Conta Corrente	(8.2)%	(1.1)%	(6.1)%	(1.7)%	(5.0)%	0.3 %	(5.1)%	(0.5)%
Saldo Fiscal	(14.5)%	(8.9)%	(4.3)%	(2.8)%	(8.0)%	(11.2)%	(3.5)%	(1.0)%
Taxa de Câmbio Real*	117.9	111.8	115.5	95.0	126.4	103.5	135.5	80.2

*Ano base 1975=100

Fonte: FMI, *International Finance Statistics: World Bank, World Debt Tables*.

A tabela acima mostra que a depreciação nominal do câmbio resultou numa substancial depreciação real que combinada com uma redução no nível do produto no início do período de ajustamento, acabou levando ao aumento da relação dívida externa/PIB.

Tabela II.2

	Malásia		Tailândia		México		Colômbia	
	1979-84	1985-86	1979-84	1985-86	1977-81	1982-83	1980-84	1985-88
Taxa de Câmbio Real*	117.9	111.8	115.5	95.0	126.4	103.5	135.5	80.2
Dívida Externa	55.2 %	78.9 %	35.9 %	35.1 %	31.4 %	62.7 %	40.8 %	43.3 %

*Ano base 1975=100

Fonte: FMI, *International Finance Statistics: World Bank, World Debt Tables*.

II.5.a - Taxa de câmbio real (ano base 1975=100)

Os países apresentados aqui como exemplos para comparação tiveram uma contínua apreciação da taxa de câmbio real em períodos de grandes desequilíbrios em conta corrente. Como consequência, quando ocorriam as crises, a taxa de câmbio real estava muito apreciada em relação à sua média histórica.

A Colômbia, por exemplo, viu a sua taxa de câmbio real desvalorizar em 40.81%, saindo de uma média de 135.5 para os anos de 1980-84 para 80.2 entre 1985-88, sendo de todos os países da amostra o que mais sofreu maior depreciação da moeda em termos reais. Nos outros países, a depreciação do câmbio real não foi tão grande, ficando entre a menor que foi a do Chile (queda de 4.51%, indo da média de 124.1 entre 1979-81 para a média de 118.5 entre 1982-83, e a maior que foi a do México, com queda de 18.12%, variando da média de 126.4 entre os anos de 1977-81 para a média de 103.5 entre os anos 1982-83.

O efeito líquido da queda no valor do câmbio real não é analisado com detalhes neste trabalho, mas a princípio, pode ser interpretado como um fator agravante da crise, pois essas depreciações representam uma piora nos termos de troca

$\left(\frac{P_{exp} \downarrow}{P_{imp}} \right)$. Mas como a crise dos anos 80 foi também caracterizada por uma queda da demanda global, produtos relativamente mais baratos no mercado internacional podem ter mantido um certo mercado para as exportações desses países, podendo até aumentar a renda do setor exportador. Isso é muito relevante, já que esta época foi marcada por

uma restrição a novos endividamentos externos como forma de financiar déficits em conta corrente.

No entanto, o que prevaleceu foi uma ênfase no setor exportador como gerador de recursos externos para financiar os déficits, sendo que a depreciação do câmbio real foi usada como forma de estimular as exportações. Pode-se concluir isso vendo que a depreciação cambial em todos os países da amostra esteve associada a um aumento das suas exportações, bem como uma melhora do déficit em conta corrente.

Tabela II.3 - AMÉRICA LATINA*

	Chile		Colômbia		México	
	1979-81	1982-83	1980-84	1985-88	1977-81	1982-83
Saldo em Conta Corrente	(9.1)	7.6	(5.1)	0.5	(5.0)	0.3
Poupança	7.4	5.9	14.6	20.5	18.7	22.0
Investimento	17.0	13.5	19.7	20.0	23.7	21.8
Exportações	19.7	21.3	12.6	18.1	10.6	17.2
Taxa de Câmbio Real	124.1	118.5	135.5	80.2	126.4	103.5
Saldo Fiscal	2.1	(3.3)	(3.5)	(1.0)	(8.0)	(11.2)
Dívida Externa	48.2	89.5	40.8	43.3	31.4	62.7

* Os indicadores macroeconômicos das Tabelas I.3 e I.4 estão expressos como percentual do PIB, exceto a taxa de câmbio real que é número índice, ano base 1975=100.

Fonte: FMI, International Finance Statistics; World Bank, World Debt Tables.

Tabela II.4 - SUDESTE ASIÁTICO*

	Coreia		Malásia		Tailândia	
	1977-82	1982-88	1979-84	1985-86	1979-84	1985-86
Saldo em Conta Corrente	(5.4)	2.6	(8.2)	(1.1)	(6.1)	(1.7)
Poupança	25.6	31.6	26.6	25.7	22.5	26.9
Investimento	31.0	29.0	34.8	26.8	28.7	28.6
Exportações	32.5	36.9	53.2	55.6	23.0	27.8
Taxa de Câmbio Real	103.6	92.2	117.9	111.8	115.5	95.0
Saldo Fiscal	(2.8)	0.0	(14.5)	(8.9)	(4.3)	(2.8)
Dívida Externa	50.0	19.6	55.2	78.9	35.9	35.1

* Os indicadores macroeconômicos das Tabelas I.3 e I.4 estão expressos como percentual do PIB, exceto a taxa de câmbio real que é número índice, ano base 1975=100.

Fonte: FMI, International Finance Statistics; World Bank, World Debt Tables.

Na crise dos anos 90, há algumas diferenças tanto na conjuntura internacional, quanto na política macroeconômica dos países. Com relação ao ambiente externo, no começo da década, as taxas de juros de curto prazo eram baixas e o nível de atividade econômica nos países industrializados era muito fraco. Essas condições, além da mudança na política interna dos vários países, tiveram um papel importante na nova onda de fluxos de capitais dos países industriais para os países em desenvolvimento, principalmente sob a forma de portfólios administrados e investimentos estrangeiros diretos. As transformações nos países em desenvolvimento foram a implementação de reformas econômicas e políticas, tornando-os países mais voltados para a economia de mercado, e também a estabilização macroeconômica através de controle dos déficits fiscais e programas de combate à inflação.

Quanto ao ambiente macroeconômico, na década de 90, os países endividados eram, de uma forma geral, mais estáveis do que na década de 80. Poucos países passaram por desequilíbrios fiscais prolongados, e os déficits em conta corrente foram mais um reflexo da diferença entre poupança privada e investimento privado.

O México foi um caso à parte no tange a taxa de câmbio, porque ele usou a taxa de câmbio como um âncora nominal no seu programa de estabilização monetária. Dos países da amostra, ele foi o único que apresentou uma sobrevalorização da taxa de câmbio real na década de 90 comparável a da década de 80. Logo depois da crise de 94, o país amargou uma depreciação do seu câmbio real de 33.27%, saindo de uma média de 113.9 nos anos 1991-94 para 76.0 no ano de 1995.

Uma série de características distingue os países da América Latina e os países do Sudeste Asiático que são apresentados nesta comparação. Tanto nos anos 80 como nos anos 90, os países asiático tiveram níveis mais elevados de investimento e poupança e o grau de abertura dessas economias também é mais alto em relação ao dos países latino-americanos (o grau de abertura é dado pela relação exportações-PIB). A Malásia chegou a apresentar um montante de exportação médio para os anos de 1991-95 de 82.4% do PIB. Como a maioria dos países não experimentou uma mudança significativa na dívida externa (medida como percentual do PIB), a relação dívida externa-exportações também foi consideravelmente menor nos países asiáticos. O grau de abertura aumentou para todos os países entre a década de 80 e a década de 90, e os asiáticos aumentaram ainda mais os seus níveis de poupança e investimento.

Tabela II.5 - AMÉRICA LATINA*

	Colômbia	México	
	1992-95	1991-94	1995
Saldo em Conta Corrente	(3.4)	(6.7)	(0.3)
Poupança	16.4	15.7	17.9
Investimento	19.8	22.4	18.2
Exportações	18.3	12.7	24.0
Taxa de Câmbio Real	77.6	113.9	76.0
Saldo Fiscal	(0.8)	0.4	0.0
Dívida Externa	28.9	35.5	65.1

Os indicadores macroeconômicos das Tabelas I.3 e I.4 estão expressos como percentual do PIB, exceto a taxa de câmbio real que é número índice, ano base 1975=100.

Fonte: FMI, International Finance Statistics; World Bank, World Debt Tables

Tabela II.6 - SUDESTE ASIÁTICO*

	Malásia	Tailândia
	1991-95	1991-95
Saldo em Conta Corrente	(5.7)	(6.7)
Poupança	30.0	34.0
Investimento	35.7	40.6
Exportações	82.4	36.6
Taxa de Câmbio Real	83.5	88.5
Saldo Fiscal	(1.5)	3.2
Dívida Externa	35.1	42.6

** Os indicadores macroeconômicos das Tabelas I.3 e I.4 estão expressos como percentual do PIB, exceto a taxa de câmbio real que é número índice, ano base 1975=100.*

Fonte: FMI, International Finance Statistics; World Bank, World Debt Tables

III - O CASO BRASILEIRO

Este capítulo vai se concentrar na análise dos indicadores macroeconômicos apresentados no primeiro capítulo, só que desta vez, os dados serão os brasileiros. A maioria dos dados são para o período de 1990-95 e um principal enfoque será dado ao ano de 1994, quando foi implantado no país o plano Real de estabilização da economia.

Os resultados serão comparados aos números referentes aos países asiáticos e latino-americanos da amostra do primeiro capítulo, sendo a abordagem do caso brasileiro menos distante; os indicadores podem ser mais facilmente colocados dentro do contexto político da economia do nosso país. As conclusões a respeito da solvência e sustentabilidade dos déficits em conta corrente podem ser mais acertados numa análise que envolva não apenas os resultados obtidos a partir dos indicadores macroeconômicos, mas também o ambiente político interno e externo a que estão associados.

III.1 - Dívida Externa-PIB

Apesar de a dívida externa ter crescido nos últimos anos, esse indicador tem mostrado uma tendência declinante no período de 1992-96. Isso se deve

em grande parte ao crescimento de PIB ter sido maior do que o crescimento da dívida. O quadro é ainda melhor se essa relação for feita com a Dívida Externa Líquida (Dívida Externa Bruta menos Reservas Internacionais e Haveres dos Bancos Comerciais) por causa do grande aumento das Reservas Internacionais, em parte devido às altas taxas de juros brasileiras.

Tabela III.1

US\$ milhões	1992	1993	1994	1995	1996
Dívida externa total	135 949	145 726	148 295	159 256	166 741
Reservas Internacionais	23 754	32 211	38 806	51 840	59 997
Haveres dos Bancos Comerciais	5 836	8 424	15 035	8 834	9 904
Dívida externa total líquida	106 359	105 091	94 454	98 582	96 840
PIB*	374 324	430 266	561 305	718 495	750 000
Rel Div Ext/PIB*	36.3%	33.9%	26.4%	22.2%	22.2%
Rel Div ExtLiq/PIB*	28.4%	24.4%	16.8%	13.7%	12.9%
PIB**	446 584	482 267	528 270	562 740	n.d.
Rel Div Ext/PIB**	30.4%	30.2%	28.1%	28.3%	n.d.
Rel Div ExtLiq/PIB**	23.8%	21.8%	17.9%	17.5%	n.d.
PIB***	489 958	510 536	539 892	562 740	n.d.
Rel Div Ext/PIB***	27.7%	28.5%	27.5%	28.3%	n.d.
Rel Div ExtLiq/PIB***	21.7%	20.6%	17.5%	17.5%	n.d.

*Fonte: MCM Consultores

**Fonte: Boletim do Banco Central (a preços correntes)

***Boletim do Banco Central (a preços constantes de 1995)

Em 1992, a relação Dívida Externa-PIB girava em torno de 30.0% e para o ano de 1996 a estimativa desse número é de 22.2%. Nos exemplos dos países que passaram por crises nos anos 80, nenhum país apresentou um índice tão baixo e nem mesmo os números da década de 90 são tão bons. A menor relação que encontramos é a da Colômbia com uma média de 28.9% para os anos de 1992-95.

As exportações são uma fonte geradora de receitas para o país. Se fizermos uma análise da relação Dívida Externa-Exportações, podemos ter uma noção

de qual seria a capacidade de um país pagar a sua dívida com a renda do setor exportador.

Tabela III.2

US\$ milhões	1992	1993	1994	1995	1996
Dívida externa total	135 949	145 726	148 295	159 256	166 741
Dívida externa total líquida	106 359	105 091	94 454	98 582	96 840
Exportações	35 793	38 555	43 545	46 506	47 747
Rel DivExt/Export	279.8%	278.0%	240.6%	242.4%	249.2%
Rel DivExtLiq/Export	197.2%	172.6%	116.9%	112.0%	102.8%

Mesmo não tendo crescido tanto quanto as importações, o crescimento médio das exportações de 7.2% ao ano entre 1990-96, garantiu uma significativa redução da proporção que a Dívida Externa representa sobre as exportações brasileiras. De 1992 para 1996, a relação Dívida Externa-Exportações foi de 279.8% para 249.2%, uma queda significativa. A taxa média de crescimento da Dívida Externa foi de 5.2% ao ano entre 1992-96.

Com um crescimento médio de 26.1% ao ano das Reservas Internacionais, a relação Dívida Externa Líquida-Exportações caiu para quase a metade de 1992 para 1996. O indicador que era de 197.2% em 1992 foi para 102.8% em 1996.

III.2 - Exportações-PIB

A primeira coisa que percebemos quando vemos os dados da relação exportações-PIB para o Brasil é que o número é muito baixo se comparado ao dos países analisados no capítulo anterior. Talvez seja por isso que essa relação é pouco abordada pelos relatórios oficiais a respeito da economia brasileira. No Relatório do Boletim do Banco Central para o ano de 1995, várias análises são feitas a respeito das exportações brasileiras, mas em nenhum momento fala-se de quanto as exportações representam do PIB.

Tabela III.3

US\$ milhões	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Exportações	31 414	31 620	35 793	38 555	43 545	46 506	47 747
PIB*	445 919	386 185	374 324	430 266	561 305	718 495	750 000
Rel Exp/PIB*	7.0%	8.2%	9.6%	9.0%	7.8%	6.5%	6.4%
PIB**	412 961	433 301	446 584	482 267	528 270	562 740	n.d.
Rel Exp/PIB**	7.6%	7.3%	8.0%	8.0%	8.2%	8.3%	n.d.
PIB***	492 335	494 009	489 958	510 536	539 892	562 740	n.d.
Rel Exp/PIB***	6.4%	6.4%	7.3%	7.6%	8.1%	8.3%	n.d.
Importações	20 661	21 041	20 554	25 256	33 079	49 858	53 286
PIB*	445 919	386 185	374 324	430 266	561 305	718 495	750 000
Rel Imp/PIB*	4.6%	5.4%	5.5%	5.9%	5.9%	6.9%	7.1%
PIB**	412 961	433 301	446 584	482 267	528 270	562 740	n.d.
Rel Imp/PIB**	5.0%	4.9%	4.6%	5.2%	6.3%	8.9%	n.d.
PIB***	492 335	494 009	489 958	510 536	539 892	562 740	n.d.
Rel Imp/PIB***	4.2%	4.3%	4.2%	4.9%	6.1%	8.9%	n.d.
Bal Comercial	10 753	10 579	15 239	13 299	10 466	-3 352	-5 539
proporção do PIB*	2.4%	2.7%	4.1%	3.1%	1.9%	-0.5%	-0.7%
Bal de Serviços			-11 339	-15 585	-14 743	-18 594	-21 707
proporção do PIB*			-3.0%	-3.6%	-2.6%	-2.6%	-2.9%
Saldo em c/c			3 900	-2 286	-4 277	-21 946	-27 246
proporção do PIB*			1.0%	-0.5%	-0.8%	-3.1%	-3.6%

*Fonte: MCM Consultores

**Fonte Boletim do Banco Central (a preços correntes)

***Boletim do Banco Central (a preços constantes de 1995)

Apesar de a proporção do ano de 1995 ser a maior dentre os anos analisados, 8.3%, ela ainda é muito baixa se levarmos em conta a média dos demais países da América Latina, cujos números são 18.3% de média para o Chile entre 1992-95, 12.7% para o México em 1995. Se compararmos com os números dos países asiáticos a diferença é muito maior: a média da Malásia entre 1991-95 foi 82.4% e a da Tailândia no mesmo período foi 36.6%.

Isso é muito ruim, ainda mais se for levado em conta que o volume das importações tem crescido muito mais aceleradamente do que o das exportações. De 1994 para 1995 as importações cresceram 50.1%, totalizando US\$ 49.7 bilhões. O crescimento das exportações para o mesmo período foi de 6.8%, totalizando US\$ 46.5 bilhões, não sendo suficiente para evitar o primeiro déficit na balança comercial desde 1980 (resultado anual), que atingiu US\$ 3.2 bilhões.

Pela condição $bc = -\frac{(r - \gamma_t)}{(1 + \gamma_t)} f_{t-1}$ ¹, o saldo em conta corrente brasileiro, que vem sendo negativo desde 1993, deixa de ser sustentável em 1995 quando a balança comercial também passa a ser deficitária. Os dados estimados para 1996 foram muito ruins, com um saldo negativo na balança comercial de US\$ 5.5 bilhões, uma piora de 65.2% em relação ao ano anterior, seguidos de um saldo negativo de US\$ 408 milhões em janeiro de 1997 e US\$ 1.6 bilhões em fevereiro de 1997.

• _____
¹ O segundo termo da igualdade é sempre positivo, se $r > \gamma$, significando que para ser sustentável, um déficit em conta corrente tem que estar associado a um saldo positivo na balança comercial. Déficits em conta corrente deixam de ser solventes e sustentáveis se a balança comercial apresentar saldos negativos.

Esses resultados da conta corrente brasileira podem em parte ser explicados pela relativa apreciação da taxa de câmbio real brasileira desde junho de 1994, época da terceira fase do Plano Real, conversão dos preços indexados em URV (Unidade Real de Valor) para a moeda Real².

Apesar de a relação dívida externa-PIB ter declinado recentemente, seria difícil esperar que o Brasil pudesse contar com as receitas do setor exportador caso o fluxo de capitais fosse repentinamente interrompido. Tendo em vista o volume da entrada de capitais no país, esta é uma hipótese remota. O volume de reservas internacionais no Banco Central em dezembro de 1996 era de US\$ 59.0 bilhões, um crescimento expressivo em relação ao volume de 1992, que era de US\$ 19.0 bilhões: US\$ 40.0 bilhões em quatro anos. As reservas brasileiras dão credibilidade à política do governo, mas pressionam a taxa de câmbio para uma valorização, estimulando ainda mais a entrada de produtos importados.

Se por um lado, as exportações brasileiras decepcionam por serem muito pequenas como proporção do PIB (o Brasil ainda é um país muito fechado ao comércio exterior), a diversificação da pauta de exportações é reconfortante.

Tabela III.4

US\$ milhões	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Produtos Primários	11 224	12 006	12 620	15 564	16 787	18 071
proporção das Export.	35.5%	33.5%	32.7%	35.7%	36.1%	37.8%
Produtos Industrializados	20 397	23 787	25 935	27 981	29 720	29 676
proporção das Export.	64.5%	66.5%	67.3%	64.3%	63.9%	62.2%
Exportações (Total)	31 620	35 793	38 555	43 545	46 506	47 747

Fonte: Boletim do Banco Central, Abril de 1997, volume 33 - n.º 4. Edição Internet

² O comportamento da taxa de câmbio real será analisado com mais detalhes mais adiante.

Para o ano de 1996, os produtos industrializados representaram 62.2% das exportações brasileiras. Os principais produtos exportados foram material de transportes e componentes (16.0% do total de produtos industrializados exportados), máquinas e instrumentos eletrônicos (10.6%), produtos metalúrgicos (21.1%) e produtos químicos (11.7% do total). Todos os outros produtos representaram menos de 10.0% do volume total de produtos industrializados exportados pelo país.

A soja tem um peso muito grande nas exportações de produtos primários brasileiros, representando 24.7% do total, mesmo assim, o peso dos outros produtos é menor. A boa diversificação garante que as flutuações no preço dessas commodities no mercado internacional não piore muito o saldo da balança comercial brasileira.

O saldo em conta corrente já é deficitário desde 1993, com um saldo negativo de US\$ 2.3 bilhões. Nesse ano as exportações cresceram bem menos do que as importações (7.7% e 22.9%, respectivamente), além de ter ocorrido um crescimento muito grande do déficit da balança de serviços, 37.4% de aumento entre 1992 e 1993. Pelas estimativas para 1996, o déficit em conta corrente atingiu US\$ 27.2 bilhões (3.6% do PIB). É baixo em comparação com os níveis que os países asiáticos e latino-americanos tinham em períodos anteriores às crises, mas requer cuidado daqui para frente, para evitar que esse déficit em conta corrente cresça mais ainda como proporção do PIB.

Na Tabela III.3, além de podermos observar a evolução do déficit em conta corrente, vemos como essa evolução se deu como proporção do PIB. O superávit de 1.0% em 1992 já havia se tornado um déficit em 1993 de 0.5% do PIB. O déficit foi aumentando progressivamente até alcançar o resultado estimado de 1996.

As importações cresceram em média, de 1990-96, a uma taxa de 17.1% ao ano. Entre 1994-95, anos de forte valorização da moeda nacional, mantida pelas altas taxas de juros do começo do plano de estabilização, a taxa média de crescimento das importações foi de 40.5% ao ano. Já as exportações, para os anos de 1990-96, cresceram em média a uma taxa de 7.2% ao ano, taxas relativamente uniformes para todos os anos.

III.3 - Taxa de Câmbio Real

Em março de 1990, o novo governo eleito tentou o Plano Collor de estabilização, caracterizado por um confisco de 80% da poupança financeira. Além disso restringiu muito a oferta monetária, cabendo ao mercado ajustar a demanda e oferta de divisas dentro dos limites de flutuação que eram estabelecidos pelo governo. As Autoridades Monetárias interviriam no mercado apenas como forma de garantir as metas monetárias.

O resultado dessa política foi uma grande apreciação da moeda nacional (na época o cruzeiro). Além disso, nessa época houve uma maior liberalização

da economia no sentido de permitir uma maior entrada de capitais estrangeiros no país sob a forma de investimentos financeiros.

No final de 1991, a taxa de câmbio voltou a sofrer constantes intervenções do governo como forma de garantir que ela fosse desvalorizada no mesmo ritmo do crescimento da inflação que voltava a crescer cada vez mais rapidamente. Em junho de 1994, a taxa de câmbio real estava bem próxima do nível de janeiro de 1990. Nessa mesma época, foi implantado no país o Plano Real, que transformou a URV (Unidade Real de Valor), um indexador, em moeda, o Real.

O governo passou a adotar medidas restritivas ao consumo (para evitar uma explosão da demanda que comprometesse o plano, como ocorreu com o Plano Cruzado de 1986) e permitiu que o câmbio flutuasse livremente, desde que não ultrapassasse a paridade de R\$1.00 para US\$1.00. As taxas de juros subiram muito e a taxa de câmbio real foi muito apreciada e está ainda (em junho de 1996) muito apreciada.

Uma apreciação cambial como a do caso brasileiro pode não caracterizar insustentabilidade, desde que ela tenha trazido melhoras para os fundamentos da economia.

Com o fim da inflação, a população de baixa renda, que não estava protegida pela indexação da economia, pôde ter mais acesso ao consumo. Além disso, pouco depois da estabilização monetária o salário mínimo, que sempre tentou chegar a

US\$100, efetivamente atingiu esse nível, aumentando ainda mais o poder de compra da camada mais pobre da população.

Além disso, a maior exposição da economia brasileira à concorrência internacional fez com que o país apresentasse melhora nos seus índices de produtividade industrial. Mesmo que esse aumento tenha sido mais no sentido de evitar a perda de mercado interno face a entrada cada vez maior de produtos importados do que ganhar mercados fora do país e aumentar a renda com exportações, isso representa uma melhora real nos fundamentos macroeconômicos do país.

A combinação desses dois fatores: um progresso dos fundamentos brasileiros e uma forte entrada de capitais estrangeiros estimulados pelas altas taxas de juros interna e atratividade do país, tido como promissor para investimentos produtivos estrangeiros, parece apontar que a apreciação cambial no Brasil não seja um indicador de insustentabilidade do déficit em conta corrente.

De qualquer forma, os déficits da balança comercial têm sido preocupantes para os gestores da política monetária que sempre vêem a desvalorização cambial como um forma mais imediata de estimular o setor exportador. Outra alternativa seria esperar que os investimentos produtivos feitos no país começassem a ser capazes de gerar excedentes exportáveis sem que para isso fosse preciso adotar medidas restritivas ao consumo interno.

Gráfico III.1 - Taxa de Câmbio Real Bilateral (Brasil - EUA)

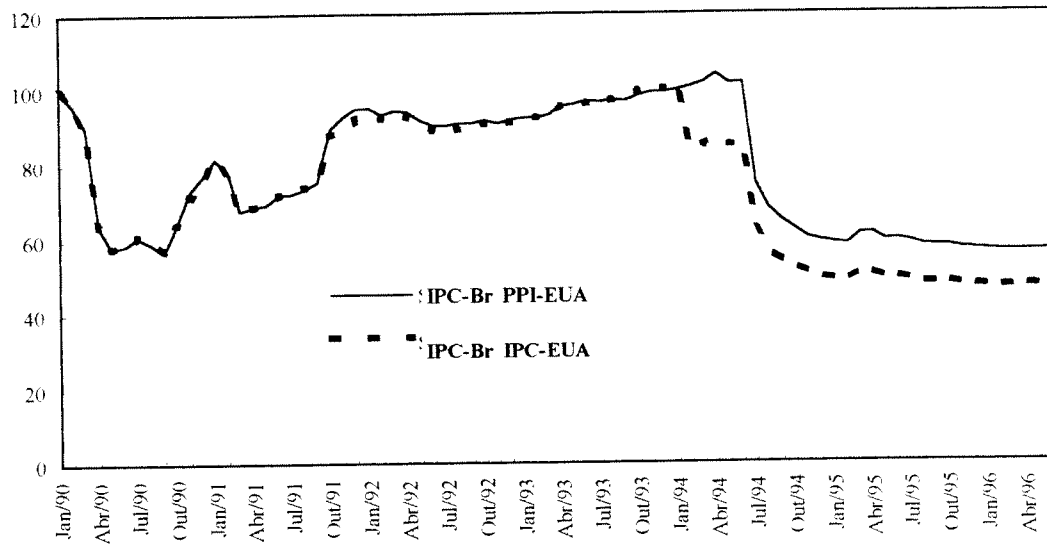


Tabela III.3 - Taxa de Câmbio Bilateral (IPC-Br IPA-EUA)

Cambio1	Taxa de Câmbio Real (Base
	Jan. 90 = 100)
Jan/90	100.00
Fev/90	96.31
Mar/90	89.79
Abr/90	63.57
Mai/90	57.63
Jun/90	58.33
Jul/90	60.65
Ago/90	58.88
Set/90	56.40
Out/90	63.83
Nov/90	72.75
Dez/90	76.59
Jan/91	81.52
Fev/91	78.63
Mar/91	67.38
Abr/91	68.59
Mai/91	69.21
Jun/91	71.72
Jul/91	71.95
Ago/91	73.10
Set/91	75.10
Out/91	89.39
Nov/91	92.40
Dez/91	94.79
Jan/92	95.01
Fev/92	92.96
Mar/92	94.16
Abr/92	93.77
Mai/92	91.54
Jun/92	90.20
Jul/92	90.17
Ago/92	90.77
Set/92	90.89
Out/92	91.56
Nov/92	90.86
Dez/92	91.65
Jan/93	92.07
Fev/93	92.15
Mar/93	92.94
Abr/93	95.18
Mai/93	95.81
Jun/93	96.68

**Tabela III.4 -
Taxa de Câmbio Bilateral (IPC-Br IPA-EUA)**

Taxa de Câmbio Real (Base Jan. 90 = 100)	
Jul/93	96.48
Ago/93	96.92
Set/93	96.81
Out/93	98.17
Nov/93	99.13
Dez/93	98.99
Jan/94	99.63
Fev/94	100.50
Mar/94	101.59
Abr/94	103.74
Mai/94	101.38
Jun/94	101.45
Jul/94	74.71
Ago/94	68.11
Set/94	64.59
Out/94	62.53
Nov/94	60.26
Dez/94	59.37
Jan/95	58.62
Fev/95	58.19
Mar/95	61.06
Abr/95	61.32
Mai/95	59.41
Jun/95	59.49
Jul/95	59.07
Ago/95	57.76
Set/95	57.50
Out/95	57.54
Nov/95	56.97
Dez/95	56.64
Jan/96	56.46
Fev/96	56.08
Mar/96	56.11
Abr/96	56.30
Mai/96	56.17
Jun/96	56.39

III.4 - Níveis de Poupança e Investimento

Os níveis brasileiros de poupança e investimento estão compatíveis com a média dos países latino-americanos, mas muito abaixo dos dos países asiáticos. A poupança nacional em 1996 representou apenas 16.8% do PIB, uma queda em relação ao nível dos anos anteriores que girou em torno de 19.0% desde 1990, sendo o índice mais baixo desde então. O nível de investimentos, por sua vez, manteve a taxa de 19.2% em 1996, sendo maior que o de anos como 1991 (18.8%) e 1992 (18.9%).

É importante notar que essas taxas não têm sido suficientes para aumentar a taxa de crescimento da economia para um nível comparável ao dos países asiáticos, tendo a taxa brasileira oscilado entre -4.35% em 1990 (o mínimo no período 1990-95) e 5.75% em 1994 (o maior crescimento dos últimos tempos).

Os países asiáticos têm taxas muito mais altas que as brasileiras, com médias que vão de 8.4% para a Malásia entre os anos de 1991-95, e 8.9% para a Tailândia no mesmo período. Taxas como essas estiveram associadas a níveis bem mais altos de investimento e poupança: Malásia com média de 30.0% e Tailândia, 34.0%, para a poupança. Os investimentos nesses dois países ficaram em 35.7% do PIB na Malásia e 40.6% do PIB na Tailândia.

Nos países latino-americanos, as taxas médias de crescimento foi do mesmo nível da brasileira, média de 1.8% para a Colômbia entre 1992-95 e 2.2% para o México entre 1991-94.

Mantendo-se as atuais taxas brasileiras, dificilmente o país conseguirá a ponto de aumentar a sua produção o suficiente para suprir tanto o mercado interno, como para competir no mercado internacional com um volume expressivo de exportações.

A poupança nacional tem sido um ponto de constante ênfase do governo, como de fundamental importância para que o país volte a crescer a altas taxas. Como será visto na próxima seção, o déficit fiscal aumentou muito, sendo que a poupança nacional ($S_{priv} - S_{gov}$), precisa de um maior peso da poupança privada para compensar a despoupança do governo.

Se o consumo aumentar muito e a indústria nacional não for capaz de suprir a demanda, a tendência é que o déficit na balança comercial e em conta corrente piorem, deixando pouca saída para o governo consolidar o Real como moeda. Se a atual política econômica do governo não puder ser mantida no longo prazo, independente de haver ou não uma grave crise na economia brasileira, com certeza alguma medida extrema de controle dos déficits terá que ser adotada: isso é a insustentabilidade!

Tabela III.5 - Níveis Nacionais de Poupança e Investimento

	Poupança Interna	Investimento Nacional	Taxa de crescimento
1980	18.6%	23.6%	
1981	19.9%	24.3%	-4.25%
1982	16.6%	23.0%	0.83%
1983	14.8%	19.9%	-2.93%
1984	17.7%	18.9%	5.40%
1985	20.3%	22.8%	7.85%
1986	18.0%	20.1%	7.49%
1987	22.7%	23.2%	3.53%
1988	25.7%	24.3%	-0.06%
1989	27.1%	26.9%	3.16%
1990	20.7%	21.6%	-4.35%
1991	18.4%	18.8%	0.34%
1992	20.5%	18.9%	-0.82%
1993	19.1%	19.2%	4.20%
1994	19.3%	19.6%	5.75%
1995	16.8%	19.2%	4.23%

Fonte: MCM Consultores.

Gráfico III.2 - Níveis Nacionais de Poupança e Investimento

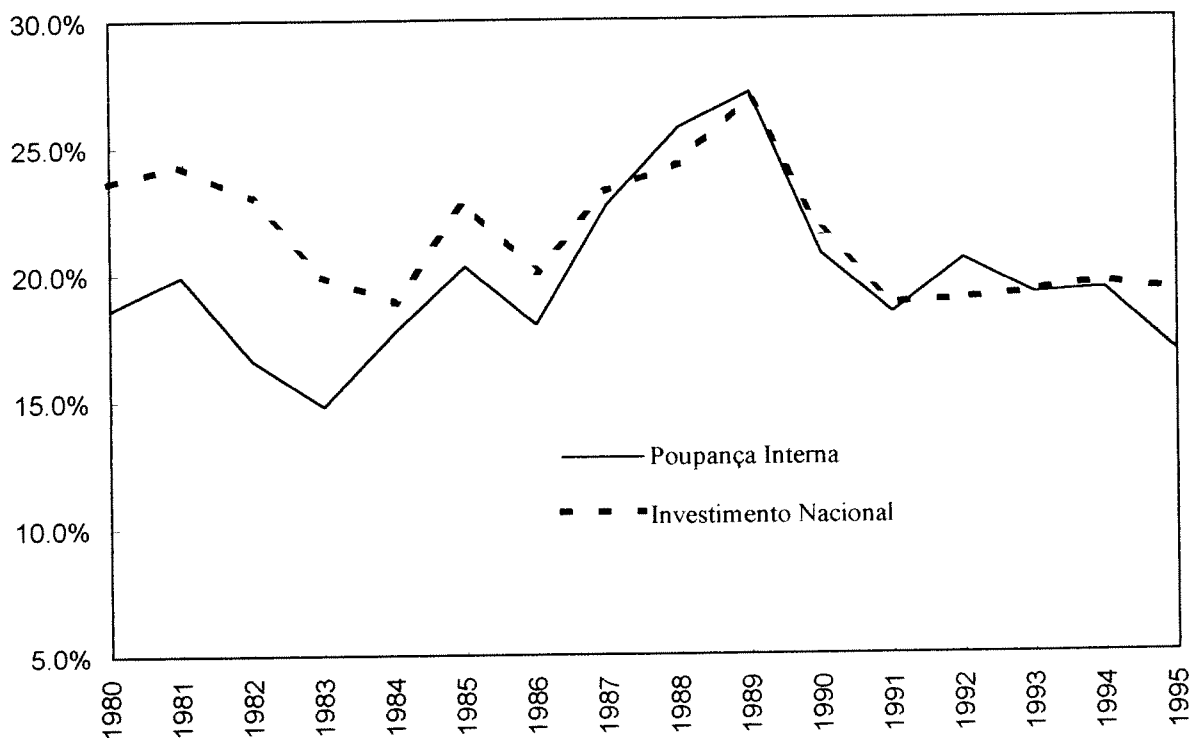
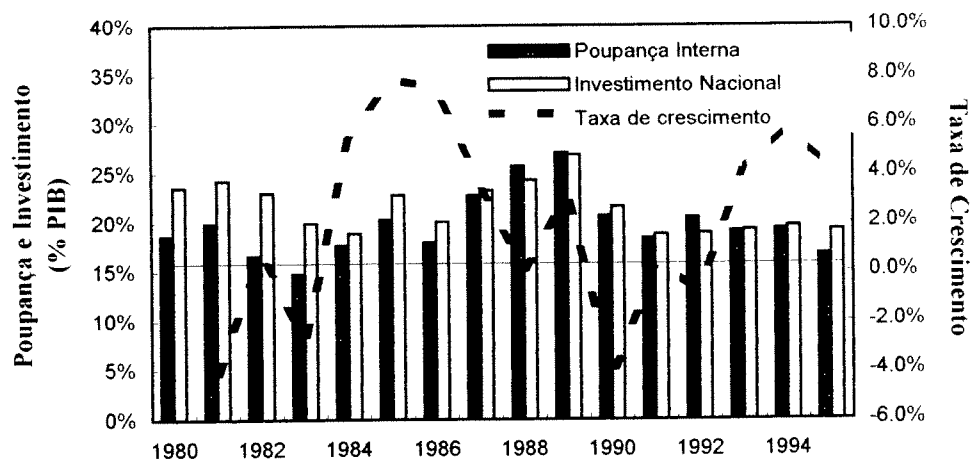


Gráfico III.3 - Poupança e Investimento X Taxa de Crescimento



III.5 - Déficit Fiscal-PIB

A questão do déficit fiscal no Brasil é de extrema importância, porque além de ser um indicador de sustentabilidade dos déficits em conta corrente, ele é fundamental para o futuro do Plano Real. Déficits fiscais muito altos, associados a déficits em conta corrente levaram a crises nos países da amostra do primeiro capítulo, sendo que para reverter a crise, sempre foram necessários ajustes econômicos como forma de equilibrar o saldo fiscal.

O histórico dos planos de estabilização que haviam obtido sucesso em todos os países do mundo, indicava um ajuste fiscal importante como condição *sine qua non* para o êxito de qualquer tentativa do combate à inflação. Na época da implantação

do Plano Real, as opiniões se dividiam quanto ao ajuste fiscal que deveria ser feito antes de qualquer tentativa de estabilização.

Uns achavam que os bons resultados das contas do governo para os anos de 1990-93 já indicavam que boa parte do ajuste fiscal já havia sido feito, outros que este ajuste era precário e um outro grupo ainda que considerou o ajuste de 1990-93 como sendo irrelevante, por ser apenas temporário. Mas ninguém acreditava que um plano pudesse dar certo com um déficit fiscal que ultrapassasse 1.0% do PIB, em média, durante 1991-93 e mais de 4.0% do PIB em 1995-96.

Como se sabe, o plano foi muito mais bem sucedido que seus antecessores (Cruzado, Bresser, Verão, Collor I e II), sem que houvesse qualquer alteração ou reforma fiscal que desse credibilidade e embasamento para o plano. Isso provou que os três grupos estavam errados a respeito do tamanho e necessidade do ajuste no curto prazo.

Para garantir que o plano não fracasse no médio e longo prazos, é essencial que o ajuste fiscal seja feito. Caso contrário, para que a relação déficit fiscal-PIB não aumente, o governo vai ser obrigado a se financiar emitindo moeda, comprometendo assim, as metas monetárias do plano e pressionando os preços.

“O Plano Real teve êxito até agora, devido às demais políticas do Governo, mesmo não respeitando os *fundamentals* com base nos quais foi lançado,

porém, cedo ou tarde, terá que obedecer a eles, sob pena de o plano enfrentar sérios problemas, a médio e longo prazos.”³

Tabela III.6 - Necessidades de Financiamento do Setor Público (% PIB)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996/a
Resultado Operacional	0.19	2.38	0.83	-1.06	4.90	3.89
Governo Central	0.08	1.18	0.71	-1.46	1.72	1.67
Estados e Municípios	-0.72	0.67	0.08	0.78	2.33	1.89
Empresas estatais	0.83	0.53	0.04	-0.38	0.85	0.33
Resultado Primário	-2.88	-1.12	-2.15	-4.99	-0.26	0.10
Governo Central	-1.05	-0.63	-0.77	-3.08	-0.50	-0.40
Estados e municípios	-1.48	-0.06	-0.63	-0.74	0.18	0.57
Empresas estatais	-0.35	-0.43	-0.75	-1.17	0.06	-0.07
Juros reais líquidos	3.07	3.50	2.98	3.93	5.16	3.79
Governo Central	1.13	1.81	1.48	1.62	2.22	2.07
Estados e municípios	0.76	0.73	0.71	1.52	2.15	1.32
Empresas estatais	1.18	0.96	0.79	0.79	0.79	0.40

(-) Superávit

/a Estimativa

Fonte: Banco Central

A piora das contas públicas a partir de 1994 deixa claro como a inflação levava a um equilíbrio artificial, devido aos seus efeitos sobre o valor real das despesas. Nos anos seguinte, entretanto, a situação foi bem diferente, o déficit fiscal aumentou e o resultado primário ficou próximo a zero. Além disso diminuiu a receita de senhoriagem⁴ devido ao aumento da relação Base monetária-PIB.

A piora da conta corrente e a piora das contas públicas têm um efeito pernicioso na economia brasileira. De todos os indicadores, este é o que pode trazer as maiores preocupações para os gestores da política econômica no Brasil. Para que a

³ Carneiro, Dionísio D. “Necessidades de Financiamento do Setor Público 1991/1996 - Bases para a discussão do Ajuste Fiscal no Brasil”, pág 7.

⁴ Senhoriagem é a receita que o governo obtém através da emissão monetária.

atual política seja sustentável, ela não pode sofrer alterações bruscas para mudar o seu rumo.

Os níveis de poupança já são baixos e isso se agrava com o aumento do déficit fiscal. Sem maiores níveis de poupança e investimento, será muito difícil que o Brasil consiga crescer a taxas mais altas a ponto de suprir o mercado interno e aumentar a sua capacidade de exportar. Essas condições garantiriam a reversão do déficit em conta corrente para um superávit.

Sem uma reforma fiscal que consolide o Plano Real, o êxito do plano no médio e longo prazos está comprometida e os déficits em conta corrente serão insustentáveis.

IV - CONCLUSÃO

A julgar pelos dados que foram apresentados aqui, os indicadores de sustentabilidade brasileiros parecem mais sólidos do que os demais países latino-americanos e asiáticos.

O Brasil tem uma relação muitíssimo baixa de Exportações-PIB, o que é um péssimo indicador de abertura da economia e de competitividade no mercado internacional. Enquanto a maioria dos países latino-americanos tem relações desse indicador de mais de 10.0% do PIB, no Brasil, essa relação é menor que 10.0%. Além desse fraco desempenho das exportações brasileiras no cenário internacional, apesar de terem tido um crescimento muito acelerado nos últimos anos, as importações cresceram num ritmo muito mais intenso, piorando muito o saldo da balança comercial brasileira.

A condição de solvência diz que para que o déficit em conta corrente seja sustentável, a economia tem que estar apresentando superávits comerciais razoavelmente altos. Só por este aspecto, o déficit brasileiro já não seria sustentável no longo prazo.

Como neste trabalho são analisados outros indicadores, podemos também ver que algumas relações melhoraram muito nos últimos anos. As relações Dívida Externa-PIB e Dívida Externa Líquida-PIB são dois exemplos disso. Principalmente a segunda, se tivermos em mente o grande crescimento que foi

observado nas reservas internacionais desde 1992, atingindo o nível de US\$ 59 bilhões em 1996.

Essa relativa “folga” no endividamento brasileiro é muito confortável, pois o país pode contar com fontes externas de financiamento dos seus déficits, sem que chegue num limite de crédito junto às instituições financeiras internacionais. Não existe um limite oficial para o endividamento de um país, mas quanto menos endividado, mais credibilidade o Brasil passa, tanto para pegar novos empréstimos, quanto para pagar os antigos.

Se houver uma restrição de liquidez no mercado internacional e uma redução do crédito, o país passaria por sérias dificuldades por depender de exportações tão pequenas e por ter um saldo negativo na balança comercial. Da mesma forma, o país estaria em maus lençóis se os juros internacionais piorassem muito o ambiente externo.

A taxa de câmbio real muito valorizada pode ser um indicador de melhora nos fundamentos da economia. Esse parece ser mais o caso da economia brasileira, que desde que foi exposta à competição internacional a partir de 1990 mostrou uma evolução dos seus índices de produtividade, tanto no trabalho como na indústria. Além disso, altas taxas reais de câmbio não são indicadores de crise, elas simplesmente não podem mais ser sustentadas depois de uma crise, caindo para níveis bem mais baixos.

Os dois indicadores mais preocupantes são os níveis nacionais de poupança e investimento e a relação déficit fiscal-PIB. Poupança e investimento são muito baixos no Brasil se comparados aos níveis dos países asiáticos. Se não conseguirmos aumentar essa proporção, dificilmente o país conseguirá crescer a taxas superiores a 4.0% ou 5.0% ao ano (quando muito).

Para que volte a ter fôlego para crescer tanto o país precisa se livrar do déficit fiscal que é a despoupança do governo. A poupança privada não parece mostrar sinais de estar aumentando, uma vez que com a piora do déficit público, a poupança nacional caiu nos anos de 1995 e 1996. Ou fazemos um esforço para aumentar a poupança privada, ou o governo terá de se empenhar mais na aprovação da reforma fiscal. Essa será a única forma de equilibrar as contas do governo em caráter definitivo, sem que ele tenha que usar de artifícios como o Fundo Social de Emergência ou a Contribuição (antigo Imposto) sobre Movimentação Financeira.

Não importa que o país esteja se endividando, desde que o dinheiro esteja indo para o setor produtivo da economia. Se o déficit em conta corrente estiver alto, tudo bem, desde que esteja crescendo também o nível de investimento no país. Se o endividamento estiver servindo para financiar o déficit do governo, aí sim, temos um problema.

Os investidores estrangeiros já perceberam esse problema fiscal do país, e apesar de aconselharem o Brasil como porto para os seus investimentos, são cautelosos em se tratando do longo prazo caso os ajustes não sejam aprovados.

“The policy mix of a large fiscal deficit, tight money, and a strong currency presents three main risks. First, the longer the authorities take to curb the fiscal deficit, the bigger is the risk that markets will lose faith in the economic program and withdraw financing. Second, high interest rates and accompanying economic slowdown will stress the banking system, which will see more consolidation in 1997. Third, stop-go growth will have casualties: On top of privatization and other structural forces, a 1997 economic slowdown will push unemployment higher, undermine over time what until now has been strong political support for the President and the Real plan, and ultimately make it harder to implement unpopular but needed fiscal reforms”.

1

¹ Morgan Guaranty Trust Company. “World Financial Markets” First Quarter 1997.

IV - Bibliografia

Barros, Ricardo P. “O Impacto da Abertura comercial sobre o mercado de trabalho brasileiro”. IPEA 1996.

Boletim do Banco Central do Brasil, Relatório 1995.

Carneiro, Dionísio Dias. (1997), “Necessidades de Financiamento do Setor Público 1991/1996 - Bases para a discussão do ajuste fiscal no Brasil.”

Milesi-Ferreti, Gian Maria, e Assaf Razin (1996), “Current Account Sustainability: Selected East Asian And Latin American Experiences” IMF Working Paper no. 96/110, Outubro.

Morgan Guaranty Trust Company, Economic Research. (First Quarter 1997). “World Financial Markets”

Obstfeld and Rogoff. (1996) “Foundations of International Macroeconomics”, Capítulo 1.

Terra, Maria Cristina (1997), “Comentários”, mimeo, PUC-Rio, Janeiro.

