

UM ESTUDO SOBRE O PROBLEMA DO AJUSTAMENTO DO
BALANÇO DE PAGAMENTOS: TEORIA E EXPERIÊNCIA
BRASILEIRA NOS ANOS 80

Francisco Eduardo Pires de Souza

Tese de Doutorado sob a orientação
do Professor Doutor Antônio Barros de
Castro, apresentada ao Instituto de
Economia da Universidade Estadual de
Campinas

Campinas, 1991

So89e

14820/BC

UNICAMP
BIBLIOTECA CENTRAL

A Gabriel, Julieta e Celina,

sangue novo num mundo
onde está tudo, mais uma vez,
por recomeçar.

APRESENTAÇÃO

A presente tese teve uma longa e intermitente gestação. Foi um trabalho que amadureceu aos poucos, como resultado de diferentes experiências profissionais e acadêmicas que pude usufruir nos últimos anos.

Como membro da equipe do Boletim de Conjuntura do Instituto de Economia Industrial da UFRJ, venho há muito dedicando uma parcela importante do meu tempo ao acompanhamento e análise do comportamento da economia brasileira, e em particular de suas relações econômicas com o exterior. A angústia de acompanhar tão de perto essa interminável crise brasileira, é em parte compensada pelo ganho de compreensão das questões econômicas que o desafio posto pela situação proporciona. O debate com os participantes do grupo encarregado da produção do Boletim de Conjuntura tem sido fundamental para este processo de aprendizado, e por consequência está presente na retaguarda dessa tese. Quero expressar minha gratidão àqueles que participam ou participaram desta equipe de trabalho.

Uma experiência semelhante, mas de duração bem mais curta, pude ter na Universidade Estadual de Campinas, quando cursei os créditos de doutorado, e participei dos grupos de discussão e trabalho nos centros de conjuntura e de economia internacional.

Como professor da cadeira de Economia Internacional da Universidade Federal Fluminense, fui levado a um contato mais íntimo com os aspectos teóricos das questões práticas que tomavam conta das minhas atenções. Todo professor sabe o quanto se aprende quando se tenta organizar o conhecimento para poder lecionar, e quando se interage com os alunos.

Finalmente tive o prazer de ter, nos últimos anos, um intenso e fecundo intercâmbio intelectual com Antônio Barros de Castro e Caio César Lock Prates da Silveira. Essa cooperação de mentes potencializou muito a minha capacidade individual de entender os fenômenos econômicos. Muito do que está aqui escrito tem, sem que eu possa mais distinguir, a contribuição deles. Por este convívio de valor inestimável, agradeço aos dois amigos.

Antônio Barros de Castro, ainda, como orientador, discutiu o plano de trabalho e fez sugestões à versão original, que procurei, na medida do possível incorporar. Fernando José Cardim de Carvalho também fez interessantes críticas e sugestões à primeira versão, e que permitiram a correção de alguns defeitos e omissões na argumentação. Sou grato a ambos, isentando-os, como de praxe, dos erros que ainda tiverem persistido.

A Mara devo a resistência no plano emocional. Com seu carinho e seu alto astral, é sempre capaz de criar surpresas, tornar os problemas mais leves, e a vida mais simples e boa de ser vivida.

Um Estudo sobre o Problema do Ajustamento do Balanço de Pagamentos -
teoria e experiência brasileira nos anos 80.

SUMARIO:

página

1. Introdução	1
2. O problema da transferência	4
Apêndice 2.1	19
Apêndice 2.2	21
Apêndice 2.3	23
3. Teoria e política do ajustamento	24
3.1- As teorias do ajustamento: uma recapitulação	27
3.2- A ortodoxia prática	45
Apêndice 3.1	55
4. As implicações da transferência para o processo de crescimento	56
4.1- Os custos do ajustamento	57
4.2- Transferência, crescimento e inflação: os modelos de hiatos	63
4.2.1- Aspectos epistemológicos do modelo de 2 hiatos	63
4.2.2- Transferência e crise fiscal: o terceiro hiato	76
4.2.3- Outros hiatos	80
5. As interpretações correntes sobre o problema da dívida e o processo de ajustamento brasileiro	88
5.1- Dívida externa: um problema em busca de uma formulação	90
5.2- A dívida externa como problema fiscal	99
6. O ajustamento brasileiro: políticas, custos e resultados ..	107
6.1- Panorama geral da política de ajustamento no Brasil dos anos 80	111
6.2- Uma avaliação quantitativa das políticas de ajuste ..	118
6.2.1- As políticas de controle da absorção	119
6.2.2- As políticas de oferta	123
6.2.2.1- Instrumentos heterodoxos	125
6.2.2.2- A política cambial nos anos 80: ajustamento ou estabilização?	130
6.3- As políticas de ajustamento e o problema financeiro do setor público	139
Apêndice 6.1	151
Apêndice 6.2	152
Apêndice 6.3	155
7. A precedência da transformação estrutural: uma interpretação alternativa do ajuste brasileiro	157
7.1- O saldo estrutural revisitado	160
7.2- Implicações	164
Bibliografia	169

1. INTRODUÇÃO

A meados da década de 80 discutia-se se o elevado saldo recém alcançado na balança comercial era um fenômeno de natureza estrutural, ou se consistia num resultado espúrio da recessão e de uma multiplicidade insustentável de subsídios e restrições ao comércio exterior. Os argumentos mais empregados giravam em torno à elasticidade-renda de diferentes componentes das importações, e às perspectivas das exportações em função do desempenho da economia mundial.

O debate posteriormente mudou de curso. No início dos anos 90 o ajuste do balanço de pagamentos no Brasil é tratado fundamentalmente como um problema de natureza fiscal. Os desdobramentos da controvérsia inicial, o desenvolvimento dos novos argumentos, e a própria evolução dos fatos permite que se tenha hoje uma compreensão bastante ampla da natureza e implicações das transformações ocorridas nas transações externas do país na última década. E ao mesmo tempo fornecem um experimento bastante rico para ser confrontado com as teorias estabelecidas.

A presente tese constitui uma reflexão sobre o processo de ajustamento do balanço de pagamentos, centrada na experiência brasileira dos anos 80, e motivada em grande medida pelo desenrolar do debate acima referido. Um de seus objetivos principais é repensar a tese do saldo estrutural, tendo em conta algumas dimensões do problema do ajustamento que estiveram ausentes nessa formulação. Refiro-me fundamentalmente aos aspectos macroeconômicos do processo de geração

de superávits comerciais, e particularmente aos impactos fiscais do ajustamento.

Um objetivo complementar deste trabalho foi tentar uma sistematização dos diversos argumentos e interpretações acerca do problema da dívida, do processo de ajustamento, e suas implicações, a partir do acervo teórico relevante para o tratamento dessas questões. Assim, a primeira parte da tese foi dedicada ao tratamento das teorias da transferência e do ajustamento do balanço de pagamentos, que serviram como instrumento e como referência para a análise da experiência brasileira nos anos 80 e para as interpretações a seu respeito.

O ponto de partida foi a controvérsia de Keynes com Ohlin sobre as reparações alemãs. Um debate frequentemente referido de forma equivocada, como se nele Keynes chamasse a atenção para os aspectos fiscais do problema da transferência. Ao contrário, a ênfase de Keynes é exatamente sobre as dificuldades estruturais para gerar divisas. As questões que vêm à tona nesta controvérsia servem de balizamento para um exame das teorias do ajustamento do balanço de pagamentos e para a discussão das implicações da transferências externas no caso de economias atrasadas, o que é feito nos capítulos 3 e 4, respectivamente. Ao longo de todo o percurso através das teorias sobre os processos de transferência e ajustamento, busca-se sempre fazer um contraponto entre dois tipos de abordagens: aquelas que se abstraem das características específicas, das resistências estruturais, e das inflexibilidades, centrando o foco na consistência dos grandes agregados macroeconômicos; e aquelas que fazem o corte setorial, e põe

em relevo as imperfeições derivadas da rigidez de fatores e estruturas.

Os capítulos de 5 a 7 buscam examinar o processo de ajustamento do balanço de pagamentos do país nos anos 80, à luz das teorias anteriormente revisadas, e do debate brasileiro sobre a questão. No primeiro deles discute-se as interpretações correntes sobre o problema da dívida externa e do ajustamento, procurando-se caracterizar o que seria a visão dominante a respeito destas questões. Procura-se também mostrar como essa visão teria evoluído, desde a consideração da dívida externa como um problema típico de restrição de divisas, até se chegar à noção, ao final da década, de que se tratava fundamentalmente de um problema fiscal. O capítulo 6 faz uma análise detalhada das políticas de ajustamento efetivamente adotadas pelo governo, procurando avaliar os custos deste processo. Finalmente, no capítulo 7, apresenta-se uma alternativa de interpretação do processo de ajuste brasileiro, que embora centrado na tese do saldo estrutural, faz uma reavaliação desta abordagem, e incorpora uma "versão fraca" da abordagem da restrição fiscal.

2 O PROBLEMA DA TRANSFERÊNCIA

Os movimentos de exportação de capital do século XX tiveram o formato de grandes surtos expansivos seguidos, em geral, por reversões bruscas. Essas reviravoltas colocavam as economias envolvidas diante da contingência de adaptar-se, em curtos períodos, a variações no fluxo de recursos externos que chegavam a representar parcelas significativas de seus investimentos domésticos e de suas exportações. Recordemos, a propósito, três episódios marcantes.

Entre 1904 e 1913, a saída de capitais da Inglaterra chegou a alcançar 6,3% do seu produto (e 95% do investimento interno líquido). O Canadá, um dos principais receptores de recursos externos durante o auge do investimento internacional que precedeu a primeira guerra mundial, captou o equivalente a 8,4% do PIB na primeira década do século, chegando a financiar 50% de sua formação líquida de capital com tais recursos (1). O conflito mundial interrompeu este fluxo, forçando um ajuste à nova situação.

A meados da década de 20, o restabelecimento da estabilidade política e econômica mundial, e particularmente a estabilização monetária na Europa central, criaram condições propícias a uma retomada dos fluxos de capitais entre países. Tendo agora os EUA como principal fonte de recursos, a nova onda de financiamento internacional foi inaugurada com o empréstimo do Plano Dawes à Alemanha, no segundo semestre de 1924. A exportação líquida de capitais dos principais credores evoluiu de US\$ 639 milhões em 1923 para US\$ 2,2 bilhões em 1928, dirigindo-se principalmente à América

Latina e à Europa, com destaque para a Alemanha (Aldcroft, 1987). O colapso do financiamento internacional, que se inicia em 1929 (e se prolonga por mais de 30 anos), colocou a Alemanha, pela primeira vez desde Versailles, diante da necessidade de transformar seus elevados déficits comerciais em superávits.

Nos anos 70, o Brasil recebeu uma transferência líquida de recursos financeiros externos (2) de US\$ 33 bilhões, resultado de um ingresso líquido de capitais (autônomos e compensatórios) de US\$ 59 bilhões e de uma saída de US\$ 26 bilhões a título de pagamentos de rendas de capitais ao exterior. Os recursos líquidos absorvidos corresponderam a uma média anual de 2,4% do PIB do país. Com a inversão no sentido dos fluxos de recursos, que caracterizou a crise de dívida da década de 80, o Brasil transferiu ao exterior US\$ 84 bilhões no período 1983-9, equivalentes à média anual de 3,6% do PIB. O fenômeno, como se sabe, foi comum a toda a América Latina, e a outras partes do mundo em desenvolvimento.

Os efeitos de mudanças de grande porte nos fluxos de capitais entre um país (ou região) e o resto do mundo, como as que acabamos de assinalar, vêm sendo discutidos desde a primeira guerra mundial sob o título de "problema da transferência". Subentendida à idéia de problema está a noção de que existe um elevado ônus associado ao ajustamento do balanço de pagamentos quando este é induzido por mudanças súbitas nos fluxos de capitais. Por contraste, quando uma economia envia recursos ao exterior porque acumulou progressivamente condições objetivas para tanto, como a Inglaterra no século XIX ou o Japão na atualidade, a exportação de capitais é considerada uma

consequência salutar do processo interno de acumulação, podendo mesmo ser um importante antídoto contra o fantasma do desemprego (3).

A relação entre os fluxos de capitais e as transações correntes é o tema central do famoso debate travado entre Keynes e Ohlin, nas páginas do *Economic Journal*, em 1929, motivado pela questão das reparações alemãs após a primeira guerra mundial. Dada a importância da argumentação ali desenvolvida para a identificação dos problemas envolvidos no processo de transferência, convém começar por uma recapitulação dos termos daquele debate.

Keynes x Ohlin e a questão das transferências

O problema da transferência examinado por Keynes, a partir do diagnóstico realizado pela comissão Dawes, consistia nas dificuldades originadas da necessidade de converter em moeda estrangeira o dinheiro arrecadado como impostos do povo alemão (Keynes, 1929a, p.1). Ao contrário da opinião majoritária entendia Keynes que, resolvido o problema orçamentário (da coleta de impostos correspondente às reparações), persistiam obstáculos virtualmente insuperáveis para consumar a transferência. A tarefa de gerar um excedente de exportações sobre importações, de forma que as divisas sobrantes pudessem ser adquiridas para pagar as reparações, estava longe de ser trivial.

Keynes percebia obstáculos de dois tipos à transferência. O primeiro se referia à transformação no caráter da produção, já que os bens exportáveis não eram os mesmos que deixariam de ser consumidos

pelos alemães; o segundo, consistia nos requisitos para aumentar as exportações. Vejamos com mais detalhe.

Não havendo uma perfeita mobilidade intersetorial dos fatores, a produção não poderia se remodelar a curto prazo para viabilizar o superávit. Pensando com categorias atuais, admitamos, por exemplo, que 80% do trabalho e do capital do país estivessem engajados na produção de bens não transacionáveis no mercado internacional (serviços, construção civil, etc). Um corte de demanda de 10% (promovido por um aumento de impostos) provocaria uma redução da compra de bens importados ou exportáveis equivalente a 2% do PIB (10% de 20%), e uma queda nas vendas de bens e serviços não transacionáveis equivalente a 8% do PIB. Desde que a produção destes últimos não pudesse ser facilmente reorientada para fora, a consequência do aumento dos impostos seria a recessão e o desemprego nos setores produtores de não transacionáveis, e uma melhoria na balança comercial equivalente a apenas 1/5 do esforço fiscal.

A segunda fonte de dificuldades consistia em que a ampliação das vendas ao exterior exigiria uma redução dos custos relativos do setor exportador, através de uma ou mais dos seguintes expedientes: aumento da produtividade maior que a do resto do mundo; queda da taxa de juros (custo do capital); redução do custo unitário do trabalho em moeda estrangeira. Os dois primeiros podem ser descartados como soluções inequívocas. Resta pois a redução do custo unitário do trabalho, que pode ser obtida via desvalorização cambial (esta alternativa estava proibida, no caso alemão, pela própria comissão Dawes) ou redução de

salários nominais. A redução do custo unitário do trabalho como meio de ampliar exportações (e reduzir importações) teria, por sua vez, segundo Keynes, os seguintes problemas:

- bens e serviços não transacionáveis não seriam afetados, o que reduziria o impacto da medida sobre as exportações;

- a redução de preços pode levar, em certos casos em que as elasticidades são muito desfavoráveis, a uma redução do valor das exportações(4).

- a penetração em mercados alheios tenderia a desencadear reações externas adversas, entre elas: a redução competitiva de preços e salários no exterior (hipótese de país grande), anulando os esforços do primeiro país; a escalada de protecionismo nos países concorrentes

- há evidentes dificuldades concretas para reduzir salários nominais.

- a queda de salários pode reduzir produtividade.

Em suma, o esforço exigido seria muito superior ao que pareceria necessário à primeira vista e, no limite, poderia mesmo ser infrutífero, em face de resistências internas e externas. Tais resistências poderiam ser explicadas, em última instância, por fatores estruturais que, a cada época, determinariam o nível de exportações (e de saldo comercial) de um país. As transações correntes seriam pois uma "sticky mass", às quais se adaptariam as transações de capital. Nas palavras de Keynes: "My own view is that at a given time the economic structure of a country, in relation to the economic structures of its neighbours, permits of a certain "natural" level of

exports, and that arbitrarily to effect a material alteration of this level by deliberate devices is extremely difficult. Historically, the volume of foreign investment has tended, I think, to adjust itself - at least to a certain extent - to the balance of trade, rather than the other way round, the former being the sensitive and the latter the insensitive factor." (Keynes, 1929a,p.6). No caso das reparações alemães estar-se-ia buscando inverter esta causalidade, ao fixar-se um elevado nível de reparações, e exigir que a balança comercial se ajustasse a elas.

Ohlin discorda de Keynes, argumentando que são as transferências financeiras que afetam a conta corrente e não o contrário. Argumenta em defesa desta tese que se a Alemanha fizesse uma transferência de poder de compra para os aliados, haveria uma elevação da demanda no resto do mundo correspondente queda da demanda na Alemanha. Da mesma maneira, haveria um aumento de preços e salários no resto do mundo, em relação aos alemães (minimizando a difícil tarefa de reduzi-los na Alemanha). Por estas razões, a transferência do poder de compra induziria uma transferência real. Este mecanismo só não teria ainda operado (à época do debate), porque em vez de pagar, a Alemanha estava recebendo um fluxo de empréstimos externos que impediam o ajustamento da balança comercial. Na sua opinião, "these borrowings, in so far as they have exceeded the reparation payments, have not only increased the buying power in Germany and thus its importation of foreign goods; they have also reduced the buying power in the lending countries and, thus, their importation of German goods"(Ohlin, 1929a,p.173).

A história subsequente de certa maneira forneceu elementos que puderam ser apropriados como reforço empírico por ambas as posições. De um lado, a interrupção dos fluxos de capitais para a Alemanha, no segundo semestre de 1928, no rastro da crise financeira que então começou a se delinear, acabou por induzir esse país a produzir o superávit comercial necessário para pagar as reparações (vide apêndice 2.2). Por outro lado, a brutal elevação do desemprego, e a crise social que se seguiu, levaram à ascensão do nazismo e ao fim das reparações, evidenciando a impraticabilidade do ajuste realizado (5).

Desde então, o problema da transferência passou a ser discutido tendo-se em conta duas questões (vide Johnson, 1971):

- a primeira consiste em saber se a maneira como a transferência é financiada no país que faz a transferência, e tornada disponível no país receptor, produz um superávit comercial da magnitude necessária no país transferidor. Ou seja, se há um aumento de demanda interna, e de importações, derivado do recebimento das reparações (ou juros e amortizações) no país credor (e um efeito simétrico no devedor), suficiente para induzir a transferência de recursos reais;

- e, na medida em que a modificação da conta corrente induzida pelos pagamentos ao exterior não seja suficiente, se há um mecanismo de ajustamento do balanço de pagamentos (acionado pela política econômica) capaz de corrigir o desequilíbrio remanescente, sem criar distúrbios econômicos e sociais que o inviabilizem.

Examinemos um pouco mais a fundo essas duas questões, tomando

como ponto de partida a identidade básica do balanço de pagamentos:

$$(X-M) - J + K = dR$$

onde:

$(X-M)$ = exportações menos importações de mercadorias e serviços não fatores, i.e., o saldo de transações reais.

J = renda líquida enviada ao exterior.

K = ingresso líquido de capitais autônomos

dR = variação de reservas

Uma mudança súbita nos fluxos de capitais com o exterior, provocada, por exemplo, pelo início do pagamento de reparações, pela interrupção do financiamento externo, ou na direção oposta, pela suspensão dos pagamentos ao exterior, seria representado, na equação, por uma variação do termo K . Tal variação no influxo (ou na saída) de capitais de um país não garante, contudo, a transferência de recursos reais $(X-M)$. Pode, em vez disso, ser acomodado por uma diminuição (um aumento) de reservas. A transferência só se consuma quando ocorre um ajustamento da conta corrente (6), ou mais especificamente, das transações reais (já que a renda líquida ao exterior é uma variável exógena).

A questão é portanto a de saber como a transferência poderá se consumir, e quais suas implicações. Tomemos como exemplo o caso de um país pequeno (7) que deve começar a transferir recursos financeiros ao exterior, e que mantém um regime de taxas de câmbio fixas (8). Na ausência de qualquer providência de política econômica, o início dos

pagamentos ao exterior levaria a uma queda das reservas internacionais das autoridades monetárias. A contrapartida desta queda de reservas seria um encolhimento da base monetária, acompanhado de uma elevação na taxa de juros. E as mudanças nas disponibilidades de moeda e nas condições do crédito seriam então os fatores que dariam partida a um processo de ajustamento do balanço de pagamentos em transações correntes à nova realidade. O ajuste ocorreria por meio de uma queda da demanda doméstica, que deixaria uma parcela maior da produção disponível para a exportação, podendo ainda, na medida em que contribuísse para uma evolução mais favorável dos preços em moeda doméstica, aumentar a competitividade externa (para uma dada taxa de câmbio nominal).

A curto prazo, o governo poderia se contrapor ao ajustamento "espontâneo", frustrando a transferência real. No caso acima, o Banco Central poderia expandir o crédito doméstico, aumentando compensatoriamente a base monetária. A demanda doméstica não declinaria, a balança comercial não seria afetada, e as reservas - sem o pára-quadras do ajuste da balança comercial - despencariam mais rapidamente do que na situação anterior. Obviamente esta opção teria um fim rápido.

Contudo, mesmo que as autoridades não neutralizem o processo espontâneo de correção do desequilíbrio do balanço de pagamentos, é possível - e altamente provável - que as reservas internacionais se aproximem do esgotamento total antes que a transferência seja consumada (9). Isso obriga as autoridades econômicas a lançar mão de políticas de ajustamento do balanço de pagamentos, que podem ser, no

caso em discussão, uma desvalorização cambial, ou medidas que comprimam adicionalmente a demanda. Mas até que ponto essas medidas são eficazes para corrigir os desequilíbrios do balanço de pagamentos? Em que extensão as transações correntes são resistentes como supunha Keynes? E quais são os custos do ajustamento na hipótese de rigidez estrutural quando comparados ao caso hipotético de flexibilidade e mobilidade de fatores? Tais questões são cruciais para discutir o ajustamento dos países endividados na década de 80.

Transferência e crise da dívida: a velha questão em novo contexto

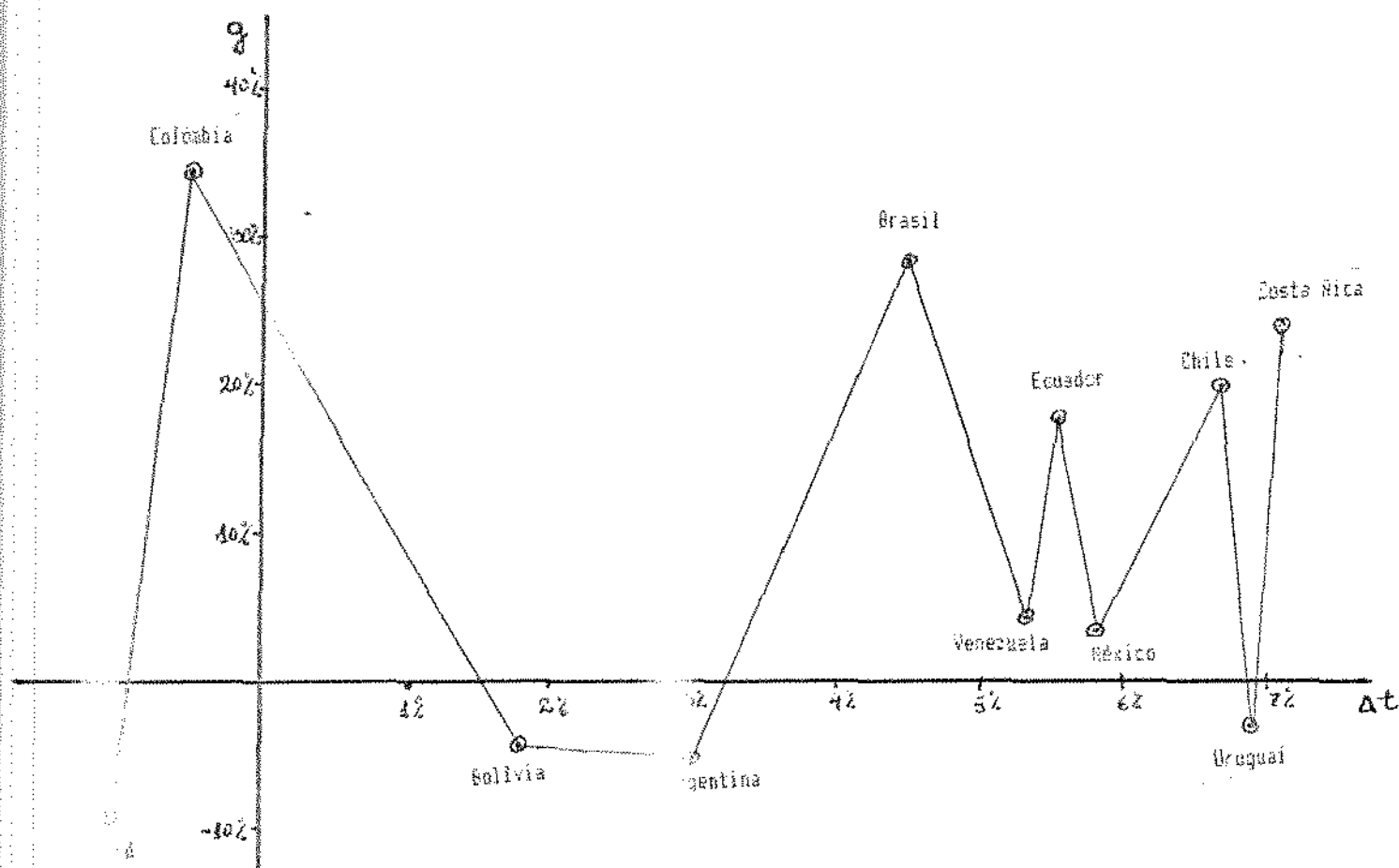
A crise da dívida, deflagrada no segundo semestre de 1982 pela interrupção dos fluxos de empréstimos para um grande número de países devedores, colocou-os frente a frente com o problema da transferência. Houve uma súbita mudança na conta de capital, que teria que ser acompanhada por uma transformação equivalente na conta corrente. Na fase inicial do processo, ele foi ainda agravado pelo fato de que os países credores encontravam-se mergulhados numa recessão, não sendo portanto de se esperar um aumento de suas importações induzido pelas transferências de poder de compra dos devedores. Pelo contrário, a recessão e o desemprego naqueles países deslançou uma onda protecionista que dificultou ainda mais o ajuste dos devedores. A retomada do crescimento da demanda e das importações nos países credores, liderada pelos EUA em 1983/84, relegou essa questão a um plano claramente inferior. A eficácia das políticas de ajustamento, seus custos econômicos e sociais, e portanto sua viabilidade no plano interno, tornaram-se então o problema central.

Os resultados do esforço de transferência são razoavelmente conhecidos. Os países da América Latina, em seu conjunto, lograram transformar um hiato de recursos reais de 1,2% do PIB no período 1977-81 em um superávit de 2,4% do PIB nas suas transações reais com o exterior no período 1982-89 (10). Ou seja, as transferências da América Latina nos anos 80 foram levadas a um ponto muito além do efetivado na Alemanha no final dos anos 20 (vide apêndice 2.2). Mesmo assim, o ajuste não foi suficiente, como se sabe, para evitar a emergência de sucessivas crises cambiais, interrupções nos pagamentos, e novas negociações; além de ser improjetável, em função da profunda crise econômica em que mergulhou a região. Tais fatores levaram a um consenso quanto à inviabilidade da efetivação das transferências nos termos em que foram impostas originalmente. Na academia este consenso se estendeu ao mercado - onde adquiriu expressão pragmática nos elevados descontos no mercado secundários de títulos das dívidas -, para finalmente alcançar o governo norte-americano e os organismos multilaterais, materializando-se na proposta do Plano Brady.

O consenso em torno ao impacto do ajustamento sobre a economia da América Latina obscureceu, contudo, um fato de extrema importância para a compreensão dos processos de ajustamento e de seus custos. Refiro-me às acentuadas diferenças nas capacidades de resposta das diversas economias - um assunto sobre o qual, surpreendentemente, pouco se investigou. O gráfico 1 a seguir é uma boa ilustração deste fenômeno. Nele estão representadas diferentes combinações da taxa de crescimento do produto (acumulada no período 1982-89) com o esforço de ajustamento - medido como o aumento na transferência de recursos reais

ao exterior entre o período imediatamente anterior à crise da dívida (1977-81) e o período subsequente (1982-89). Um ajustamento linear dos pontos representativos dos diferentes países mostraria uma inclinação positiva (além de uma baixíssima correlação entre as duas variáveis), portanto inversa à relação que se esperaria. Uma simples inspeção

GRÁFICO 1



Fonte: Apêndice 2.3

visual, por outro lado, permite verificar uma enorme disparidade de comportamentos, cujas situações limites são representadas, de um lado, por um grupo de países que engloba o Brasil, o Chile e a Costa Rica,

que compatibilizaram grandes aumentos das transferências com algum crescimento do produto; e de outro, países como o Perú e a Bolívia, cujo ajuste foi pequeno ou inexistente, e tiveram taxas negativas de crescimento.

Inúmeros fatores podem explicar essa baixa correlação entre a intensidade do ajustamento e a queda do crescimento, entre as quais a própria qualidade das políticas econômicas adotadas(11). Contudo, um fator que me parece absolutamente essencial, e que procurarei explorar mais adiante, a propósito do caso brasileiro, é a importância do componente de ajuste estrutural, no sentido percebido por Keynes na contravérsia com Ohlin.

No capítulo 3, a seguir, discutirei os mecanismos de ajustamento do balanço de pagamentos segundo diferentes teorias, à luz das questões levantadas pelo debate sobre a transferência. Uma atenção especial será dirigida aos aspectos estruturais presentes (ou ausentes) nas teorias do balanço de pagamentos. No capítulo seguinte a discussão é completada pelo exame dos custos do ajustamento, particularmente quando este é ocasionado por uma súbita e substancial reorientação nos fluxos de capitais, e quando envolve economias pouco desenvolvidas.

NOTAS:

(1) Vide Kuznets (1956). Depois de receber uma média anual de US\$ 38,8 milhões na última década do século XIX, o Canadá absorveu US\$ 212,6 milhões ao ano entre 1904 e 1913, tornando-se o maior importador de capitais do mundo. Entre 1911 e 1913, a absorção de capitais deste país alcançou a média anual de US\$ 386 milhões, representando quase 40% de toda a exportação de capital do Reino Unido. Vide North (1962).

(2) Vide o apêndice I a este capítulo para uma elaboração a respeito do conceito de transferência aqui empregado, e de outras alternativas de definição para o mesmo.

(3) Examinando a trajetória do crescimento e formação de capital em uma amostra de países, Kuznets (1970) observa que países retardatários, que absorveram capitais externos nas fases iniciais de seu processo de desenvolvimento, tendem a se tornar, com o avanço deste processo, exportadores de capitais. Observa também que outras nações, que se industrializaram anteriormente, ao perderem posição relativa - eventualmente agravada por guerras -, voltam a se tornar absorvedoras de capital externo. A idéia de uma transição, gradativa e natural, da posição de devedor para a de credor externo, e vice-versa, constitui, aliás, a essência da teoria do ciclo do endividamento. Vide a respeito Avramovic et al. (1964).

(4) Se a elasticidade-preço da demanda por exportações é inferior a unidade, o aumento das quantidades exportadas induzido pela desvalorização cambial (no caso da oferta de exportações ser elástica) é mais do que compensado pela queda dos preços em moeda estrangeira, provocando uma redução na receita de divisas. Ainda assim é possível que a balança comercial melhore pela queda das importações. A condição para que haja uma melhoria do saldo comercial quando ocorre uma desvalorização cambial (no caso de oferta de exportações e importações infinitamente elásticas), conhecida como condição Marshall-Lerner, é que a soma das elasticidades-preço das demandas pelas exportações e importações supere a unidade. Vide Williamson (1983, p.151-53).

(5) Vide Kindleberger (1988, p.7). É verdade, contudo, que a crise econômica alemã do início dos anos 30 tinha múltiplas causas, entre as quais a inadequação da política econômica - em particular a cambial. Após analisar este ponto, em um artigo de 1932, Keynes (1978, p.367) argumenta, ainda assim, pelo fim completo das reparações, em termos políticos: "For although it is scientifically true that the situation thus delineated was created by a complex of events of which reparations and war debts have been only one, the common man cannot be expected to see it this way. If he is to think and feel about it at all, as today he must, he has to simplify it. ... Has not, then, the time come to invoke the power of simple ideas which all can understand?... the government of this country should stand, openly and

with determination, for the total cancellation of reparations and war debts."

(6) Vide a respeito Williamson (1983), p.105-6 e 178-80.

(7) No sentido usualmente empregado na teoria do balanço de pagamentos, isto é, de um país cuja participação no comércio internacional não é suficiente para alterar significativamente preços e rendas no exterior, quando ocorrem variações no volume de suas transações externas.

(8) Os casos de países que passam a receber transferências do exterior, ou que operam com câmbio flutuante podem ser pensados por analogia.

(9) Note-se a propósito que se as autoridades não dispuserem de um volume mínimo de reservas, mesmo que tenham arrecadado o suficiente em moeda doméstica para fazer a transferência, esta só pode ter início a partir de medidas de ajuste do balanço de pagamentos. Este ponto vem à tona nos textos subsequentes da controvérsia entre Keynes e Ohlin. Vide Keynes, 1929b, p.181 e Ohlin, 1929b)

(10) Estes dados se referem aos 19 países das tabelas de balanço de pagamentos publicadas anualmente pela CEPAL (vide CEPAL, BPAL, vários números), a partir das quais foram feitas as estimativas.

(11) Mesmo no caso dos países mais bem situados no gráfico, a política econômica e outros condicionantes domésticos podem ter comprometido substancialmente o crescimento, como no caso brasileiro.

APÊNDICE 2.1

O CONCEITO DE TRANSFERÊNCIA E SUAS VARIANTES

Entende-se por transferência do exterior a contribuição líquida dos capitais externos para o financiamento de uma economia. Para mensurá-la devemos pois abater do ingresso líquido de capitais a renda líquida enviada ao exterior como remuneração do capital. Chega-se assim a uma variável econômica distinta daquela usualmente referida como poupança externa, que corresponde ao déficit em transações correntes ou, o que é idêntico, ao ingresso líquido de capitais autônomos e compensatórios (sem abater a renda líquida enviada ao exterior). Feita esta distinção, cabe ainda considerar a possibilidade de se chegar a diferentes conjuntos de contas, e portanto distintos valores, representativos das transferências. Tudo depende da definição dos agregados "ingresso líquido de capitais" e "renda líquida enviada ao exterior". Vejamos quais são essas variantes do conceito de transferência, recorrendo, como ponto de partida, à identidade básica do balanço de pagamentos:

$$\underbrace{(X-M) - J - L - OR}_{TC} + \underbrace{IDL + EL}_{ILK} = dR$$

onde:

X-M = exportações menos importações de mercadorias e serviços "não fatores", ou saldo de transações reais

J = juros líquidos pagos ao exterior

L = remessa líquida de lucros e dividendos ao exterior

OR = outras rendas líquidas enviadas ao exterior, menos transferências unilaterais do exterior

IDL = investimento direto líquido

EL = empréstimos e financiamentos líquidos de amortização

dR = variação de reservas

TC = saldo em transações correntes

ILK = ingresso líquido de capitais

O Banco Mundial, em suas tabelas sobre a dívida externa no mundo (BIRD, WDI), define transferências líquidas como o fluxo líquido de empréstimos menos os pagamentos de juros, o que corresponderia na expressão acima a (EL - J).

A Comissão Econômica para a América Latina divulga estatísticas da transferência de recursos para a região, num conceito mais amplo do que o do Banco Mundial, e que consiste na diferença entre o ingresso líquido de capitais e o pagamento líquido de lucros e juros (vide CEPAL, BPAL 1990, quadro 16). Partindo da equação acima, o conceito de transferência de recursos empregado pela CEPAL pode ser assim expresso:

$$\text{Transferência de recursos} = ILK - J - I = (M-X) + dR + OR$$

Ou seja, nessa definição a transferência de recursos do exterior financia o hiato de recursos reais (M-X), as outras rendas enviadas ao exterior, e a acumulação de reservas.

Na presente tese, sempre que não houver advertência em contrário, usarei a expressão transferência líquida de recursos financeiros (ou simplesmente transferência financeira), para designar a contribuição líquida da totalidade de recursos externos para financiar exclusivamente o hiato de recursos reais. A transferência financeira (para a qual usarei como notação a letra T) será entendida pois como líquida da variação de reservas, podendo ser assim expressa:

$$T = ILK - dR - (I + J + OR) = (M - X)$$

Este conceito, por ser equivalente ao de hiato de recursos reais, é em geral mais apropriado para o estudo do esforço de ajustamento. Por outro lado, ele pode ser inadequado para examinar situações em que a variável reservas desempenha um papel importante, visto que um aumento do ingresso líquido de capitais, acompanhado de uma elevação das reservas, não afeta a variável transferência nesta acepção.

APÊNDICE B 2

TRANSFERÊNCIAS E AJUSTE DO BALANÇO DE PAGAMENTOS: ALGUMAS EVIDÊNCIAS SOBRE O CASO ALEMÃO DOS ANOS 20

As frequentes comparações entre o caso das reparações alemãs após a primeira guerra mundial, e a crise da dívida latino-americana nos anos 80, devem ser tratadas com muita cautela. Em primeiro lugar, porque a economia alemã havia sido mutilada pela guerra, o que contrasta com a situação de muitos dos países da América Latina, e principalmente do Brasil (vide capítulo 7), no início dos anos 80. Em segundo lugar, porque a Alemanha financiou as reparações, na maior parte do período em que estas estiveram em vigência, com recursos externos, e não por meio de um ajustamento na balança comercial.

Quanto ao primeiro ponto, cabe notar que antes da guerra a Alemanha já tinha uma balança comercial desfavorável, que era, no entanto, compensada por rendas provenientes de ativos no exterior. Estes, como se sabe, desapareceram com a derrota na guerra. Pior talvez do que a perda dos fluxos de renda líquida enviada do exterior foi o debilitamento da capacidade para exportar e o aumento da necessidade de importar. Com efeito, além da destruição do equipamento produtivo (inclusive devastação de terras) pelas operações bélicas, a Alemanha perdeu 13,5% de seu território (como consequência do redesenho das fronteiras pelos tratados de paz) e 10% de sua população do período pré-guerra. Mas esses dados subestimam as perdas, visto que as regiões subtraídas eram particularmente bem dotadas em termos de recursos industriais e naturais. Assim, entre outros recursos, a Alemanha perdeu 48% de seu minério de ferro, 19% de sua capacidade produtiva de ferro e aço, incluindo 40% dos equipamentos de alto-forno, e 90% de sua frota mercante. A ocupação da região do Ruhr pelas forças francesas e belgas, em 1923, tornou ainda mais dramática a situação.

Assim fragilizada, a economia alemã só pode realizar o pagamento de reparações porque contou com financiamento externo. De fato, entre 1924 e 1929 o ingresso líquido de capitais correspondeu a praticamente o dobro do volume de reparações pagas aos aliados (17,1 bilhões de reichsmarks e 8,6 bilhões, respectivamente), o que permitiu o financiamento de outros itens do balanço de pagamentos, inclusive o déficit comercial (League of Nations, 1944, quadro da p. 103)

Como se pode notar na tabela abaixo, economia alemã não fez transferências de recursos reais ao exterior desde o término da primeira guerra até a interrupção dos fluxos de capitais externos para aquele país no final dos anos 20 (com a pequena e insignificante excessão do ano de 1926). A

acentuada redução dos fluxos de capitais a partir de 1929 provoca uma reversão desta situação. Com a demanda externa entrando em colapso, os superávits obtidos a partir de então foram alcançados por meio de uma violenta queda das importações (que foram reduzidas, em 1932, a quase 1/3 de seu valor médio em 1927-30), associadas a uma profunda recessão doméstica. O pagamento das reparações, contudo, não durou muito. A moratoria Hoover em meados de 1931 permitiu a interrupção do pagamento das reparações por 1 ano, findo o qual a Alemanha suspendeu os pagamentos, colocando, na prática, um fim às reparações (Vide Biggs, 1987, p.150-55).

BALANÇA COMERCIAL DA ALEMANHA
em milhões de marcos(*)

Ano	Export.	Import.	Saldo
1919	10057	32376	-22319
1920	69703	99371	-29668
1921	66677	78670	-11993
1922	3970	6201	-2231
1923	6116	6161	-45
1924	7816	9664	-1848
1925	9572	11934	-2362
1926	10700	9883	817
1927	11126	14016	-2890
1928	12644	13868	-1224
1929	13655	13624	31
1930	12192	10548	1644
1931	9637	6779	2858
1932	5778	4724	1054

(*)Até 1921, marcos papel; em 1922-23, marcos ouro; e de 1924 em diante, reichsmarks.

Fontes: Société des Nations (1924 e 1928) e League of Nations (1944, p.103).

APÊNDICE 2.3

TRANSFERÊNCIA DE RECURSOS REAIS E CRESCIMENTO

A tabela a seguir apresenta os dados utilizados na construção do gráfico 1 do capítulo 2. A diferença entre a transferência de recursos reais ao exterior como proporção do PIB (TRR/PIB) entre os dois períodos assinalados (1982-89 e 1977-81) dá uma dimensão do ajustamento do balanço e pagamentos empreendido por cada país a partir da crise da dívida, por comparação com o período imediatamente anterior. A taxa de crescimento acumulada no período (g), e também fornecida, para fins de comparação, entre países, da relação do esforço de ajustamento e com o crescimento. Os dados foram coletados para os 11 países da América Latina que fazem parte da relação de 17 países classificados pelo Banco Mundial como altamente endividados (V. BIRD, WDT).

América Latina: Transferência de Recursos Reais ao Exterior e Crescimento

PAIS	g (82-89)	TRR/PIB 1977-81	TRR/PIB 1982-89	TRR/PIB (82-89)- (77-81)
Argentina	-5.0%	1.1%	4.0%	3.0%
Bolivia	-4.8%	-2.1%	-1.7%	1.8%
Brasil	27.7%	-1.3%	2.8%	4.4%
Chile	20.0%	-4.1%	2.0%	6.7%
Colômbia	34.3%	1.1%	1.0%	-1.5%
Costa Rica	24.1%	-7.1%	-1.4%	7.1%
Equador	18.0%	-2.1%	2.9%	5.6%
México	3.3%	-1.1%	4.8%	5.8%
Peru	-9.1%	1.1%	1.7%	-1.1%
Uruguai	-2.7%	-3.1%	3.4%	6.9%
Venezuela	4.9%	-1.1%	4.1%	5.3%

Fontes: CEPAL, AEAL e PAL, varios números. Elaboração própria

3 TEORIA E POLÍTICA DO AJUSTAMENTO

No capítulo anterior vimos que, na medida em que transferências financeiras não conduzam a uma mudança de igual magnitude nas transações reais, arma-se o cenário para a execução de políticas de ajustamento do balanço de pagamentos. Evidentemente, tais políticas podem também ser requeridas para corrigir desequilíbrios oriundos de fatores que afetam diretamente as transações reais (como a expansão da demanda doméstica ou a deterioração dos termos de troca)(1).

O ajustamento do balanço de pagamentos, é um processo que tem duas dimensões. De um lado ele consiste na realocação de recursos e redirecionamento da produção e da comercialização. Essa reorientação do perfil da oferta agregada conduz à ampliação da produção de bens transacionáveis vis-à-vis à de não-transacionáveis, resultando num aumento das exportações e da substituição de importações por produção doméstica. A outra dimensão do processo de ajustamento é de natureza macroeconômica. Consiste na redução dos gastos domésticos (consumo mais investimento) em relação ao produto interno, ou numa ampliação do produto em relação aos dispêndios.

As duas dimensões acima são aspectos inseparáveis de um processo de ajustamento bem sucedido. Uma redução dos gastos internos sem uma ampliação da produção de bens para a exportação ou para substituir importações, provoca recessão. Por outro lado, uma reorientação da produção para exportação e substituição de importações, na ausência de cortes de gastos - e estando a economia próxima do pleno emprego - provoca pressões inflacionárias.

As políticas de ajustamento do balanço de pagamentos são, portanto, políticas que tentam influenciar a alocação de recursos e o volume total de dispêndio como meio de induzir as mudanças acima mencionadas. Contudo, quanto maior a fé na eficiência dos mecanismos de mercado - em particular na flexibilidade da estrutura de oferta, e dos preços dos fatores -, maior a ênfase emprestada aos instrumentos de controle dos gastos. No limite, na concepção do enfoque monetário do balanço de pagamentos, políticas de preços relativos (ou qualquer outra política destinada a influenciar a composição da oferta) são consideradas, na melhor das hipóteses, inócuas.

A admissão de falhas no mecanismo de mercado, por outro lado, leva à valorização de instrumentos de política econômica utilizados especificamente para a reorientação da oferta. De acordo ainda com diferentes graus de aceitação da eficiência do mercado para promover tais mudanças, pode-se aceitar como suficientes e adequados instrumentos que vão desde políticas macroeconômicas de redirecionamento dos gastos (como a política cambial) até políticas específicas de oferta, de caráter mais intervencionista (subsídios, restrições quantitativas, produção direta pelo Estado).

A teoria do balanço de pagamentos que dominou o pensamento econômico desde os tempos de David Hume até a crise do início dos anos 30 foi a teoria monetarista do padrão-ouro. A partir desta perspectiva teórica, a política econômica era dispensável até mesmo enquanto instrumento para promover a mudança no volume dos gastos. O mecanismo monetário automático faria todo o serviço. A crise dos anos 30 colocou

por terra também esta ramificação da teoria "clássica". Seguiu-se a construção de teorias que tinham como pressuposto a rigidez de estruturas e comportamentos, e como corolário a sugestão de políticas que, intervindo nos mecanismos de preços, nas instituições do comércio exterior, e nas variáveis macroeconômicas domésticas, produziriam o ajustamento desejado. O desenvolvimento do debate acabou, contudo, produzindo uma espécie de retorno ao ponto de partida. Vale a pena recapitular esta trajetória teórica, para examinar em seguida a sua influência sobre a formulação concreta de políticas de ajustamento.

3.1-As Teorias do Ajustamento: Uma Recapitulação

those who see no difficulty in this
like those who saw no difficulty in
Great Britain's return to the gold
standard - are applying the theory of
quids to what is, if not a solid, at
least a sticky mass with strong internal
resistances"

M.Keynes (1929a, p.6)

Uma das objeções mais contundentes ao padrão-ouro - e à teoria monetária internacional que, desde Hume, exaltava o mecanismo monetário de ajustamento automático dos balanços de pagamentos - era a que apontava a implausibilidade da hipótese de flexibilidade de preços e salários. Se estes são rígidos à baixa, a contração monetária - resultante da perda de ouro por um país deficitário - produziria recessão e desemprego, em vez de queda dos preços e aumento de competitividade externa. A ideia de um ajustamento suave e indolor, via movimento dos preços internos e externos, faria parte da mitologia do padrão-ouro (2). No mundo real, com as características institucionais e políticas vigentes no século XX, a correção de desequilíbrios dos balanços de pagamentos, sob aquele regime monetário internacional, teria um custo macroeconómico tão elevado para os países deficitários, que dificilmente se lograria alcançá-lo.

Keynes criticou com grande ironia, em seu "Economic Consequences of Mr. Churchill" (Keynes, 1932), a presunção das autoridades

britânicas de revalorizar a libra em 10%, por ocasião do retorno da Inglaterra ao padrão-ouro, em meados dos anos 20. A decisão, segundo Keynes, provocaria a perda de competitividade das indústrias britânicas, seguida de uma onda de desemprego. A tentativa de reduzir os custos salariais, via restrição de crédito pelo Banco da Inglaterra, agravaria ainda mais o desemprego.(3)

Compartilhando do ceticismo de Keynes quanto aos mecanismos de ajustamento automático e simétrico sob o padrão-ouro, seus seguidores desenvolveriam uma teoria do ajustamento do balanço de pagamentos, alternativa à concepção clássica (4). O lugar do automatismo do mecanismo monetário seria ocupado por políticas destinadas a aumentar a competitividade das economias deficitárias. Em lugar da fé cega na flexibilidade de preços e salários, um pragmático receituário que ia das restrições quantitativas à desvalorização cambial frequentou as análises de alguns dos proponentes da nova abordagem.

Em um artigo escrito em 1936, J. Robinson (1979(b)) enumera 4 saídes no baralho da política para melhoria do balanço comercial encabeçados pela desvalorização cambial, os instrumentos listados pertencem todos à família de incentivos ao redirecionamento do dispêndio. Completam a relação a redução dos salários enquanto alternativa à desvalorização cambial, isto é, não como meio de reduzir o consumo, mas como instrumento de barateamento dos produtos domésticos frente aos estrangeiros; o subsídio às exportações; e as restrições às importações por meio de tarifas e cotas.(5)

Mas na trilha de desenvolvimento da teoria, foi a política cambial - a mais ortodoxa das ferramentas de redirecionamento da

produção e do dispêndio - que ocupou o centro das atenções. O estudo das condições em que uma desvalorização cambial provoca melhorias na balança comercial, sintetizado na condição Marshall-Lerner (vide nota 4 do capítulo 2), deu origem então a um grande número de investigações e testes empíricos. Buscava-se mensurar as elasticidades-preço de exportações e importações, de modo a verificar a eficácia da desvalorização cambial. A integração com a análise do multiplicador foi outro dos rumos desta teoria.

Enquanto o mundo viveu assombrado pelo problema do desemprego, a abordagem do ajustamento que ficou conhecida como "enfoque das elasticidades" dominou a cena. Com a prosperidade dos anos 50, no entanto, novos ventos viriam soprar no terreno da teoria do ajustamento externo.

Rumo à "Teoria dos Líquidos"

Em um conhecido artigo publicado no início dos anos 50, Sidney Alexander (1952) fez uma crítica contundente à idéia, então predominante, de que a desvalorização cambial seria o instrumento por excelência de correção de desequilíbrios do balanço de pagamentos. Seu argumento era de que, sendo o saldo das transações correntes (B) igual à diferença entre o produto doméstico (Y) e a absorção ($A = \text{consumo} + \text{investimento}$), uma melhoria daquele só poderia ser alcançada através de mudanças nos volumes de produção e/ou dispêndio. Em outras palavras, uma desvalorização cambial só seria eficaz na medida em que

fosse capaz de provocar o aumento do produto nacional e/ou a redução da absorção interna.

A crítica de Alexander ao "enfoque das elasticidades" centrava-se na inadequação de se transpor a análise marshalliana - própria para o estudo dos determinantes dos preços e produção de um único bem - para o tratamento das importações e exportações em seu conjunto. O salto do universo micro para o macroeconômico seria ilícito, viciado pela chamada falácia da composição. A resposta da balança comercial ao estímulo da desvalorização não pode, de fato, ser deduzida a partir de uma visão parcial dos efeitos desta medida sobre as exportações e importações de setores individuais. Para a totalidade opera a restrição -inexistente para qualquer setor isoladamente- de que $B = Y - A$.

Para que as exportações reagissem positivamente a uma desvalorização cambial, no caso de uma economia operando a pleno emprego, seria necessário o deslocamento de recursos até então comprometidos com a produção de bens para o consumo ou investimento doméstico, em direção à produção de exportações. Mas isso só seria possível através de uma redução da absorção doméstica. Sem que isto ocorresse - e uma desvalorização cambial não induz diretamente uma queda da absorção (6) - não haveria qualquer melhoria da balança comercial.

Evidentemente as críticas de Alexander seriam aplicáveis igualmente a medidas menos ortodoxas, de caráter setorial, voltadas para alterações no perfil da oferta, tais como subsídios a exportações e restrições quantitativas a importações.

O "enfoque da absorção" fornecia assim uma fundamentação teórica para a ênfase em medidas de controle da demanda, dentro do receituário de políticas direcionadas ao equilíbrio externo. A rejeição do tratamento de equilíbrio parcial - presente na abordagem das elasticidades - reforçou a tendência embutida na economia ortodoxa, de privilegiar as condições de demanda, negligenciando as questões estruturais relativas à produção. O balanço de pagamentos, como já fizemos referência, passou a ser visto simplesmente como o resultado da confrontação de dois grandes agregados - o produto e a absorção - , tornando-se irrelevante a composição dos mesmos, para não falar de outras dimensões, como as características da estrutura produtiva, o grau de desenvolvimento tecnológico, etc.

Em suma, com a nova abordagem avançava-se em matéria de consistência teórica, mas perdia-se de vista uma dimensão importante do processo de ajustamento. Em particular, o novo enfoque induzia a uma subestimativa das resistências do mundo real às mudanças nos perfis da oferta e da demanda, bem como nos preços e remunerações. Talvez esta última inflexibilidade (de preços e salários) tenha sido o fator responsável por uma rápida busca de uma solução de compromisso entre a consistência lógica e algumas restrições do mundo real.

De fato, o emprego exclusivo de instrumentos de controle da demanda como meio de corrigir desequilíbrios do balanço de pagamentos restringe fortemente a capacidade de ação das autoridades econômicas. Esta limitação foi sentida na pele por muitos dos governos de países industrializados na era "Bretton Woods". Constrangidos a não alterar os valores da taxa de câmbio⁷⁾, os responsáveis pela política

econômica frequentemente se vêem prisioneiros de um célebre dilema de política econômica: expandir os gastos e elevar o emprego e a renda, mas ampliando o desequilíbrio externo; ou corrigir o déficit do balanço de pagamentos por meio de uma política de corte da absorção, ao custo do aprofundamento da recessão e do desemprego. Não romper com os termos desse dilema implicava, via de regra, ficar mergulhado numa medíocre trajetória de "stop and go"(8).

De fato, o equilíbrio externo e o interno não podem ser alcançados simultaneamente com o emprego de um único instrumento de política econômica. A não ser que houvesse perfeita flexibilidade de preços e salários. Neste caso, a queda da demanda necessária para eliminar um déficit em transações correntes provocaria também uma queda de preços e salários, que tornaria a economia mais competitiva no exterior (9). O aumento da demanda por exportações e por produção substitutiva de importações daí decorrente compensaria os efeitos contracionistas do corte oficial de gastos. Alternativamente, reconhecer a inflexibilidade de preços e salários (particularmente à baixa), leva a admitir que um ajuste eficiente do balanço de pagamentos supõe, também, o manejo de instrumentos de reorientação dos gastos e da produção. Se os preços domésticos não baixam, a forma de rebaixá-los em moeda estrangeira é realizar uma desvalorização cambial.

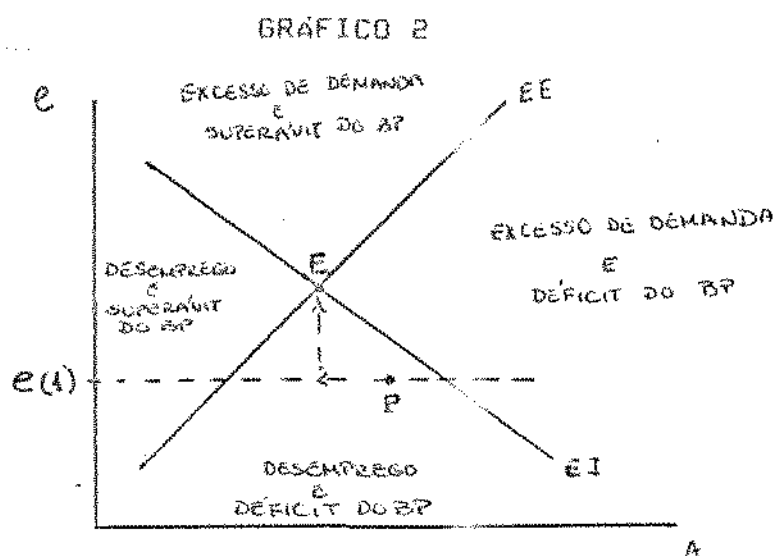
A Síntese

A integração dos dois enfoques deu origem à visão de que o equilíbrio nas transações externas deveria ser buscado através de uma

combinação de dois tipos de políticas: as de contenção do dispêndio, destinadas a "abrir espaço" para a melhoria do saldo nas contas externas; e as de remanejamento do dispêndio, voltadas para a reorientação da produção em direção a bens e serviços "tradables"(10). Com a síntese de Meade (11), a calibragem no emprego dos dois tipos de instrumento passava a ter como referência o objetivo de alcançar simultaneamente o equilíbrio externo e o interno: estando a economia operando abaixo do pleno emprego, maior ênfase seria dada ao emprego da política cambial para a correção de um déficit no balanço de pagamentos; havendo excesso de demanda, o corte da absorção, ajudado ou não por uma desvalorização cambial(12), seria inevitável.

O conhecido diagrama abaixo, relacionando os pontos de equilíbrio interno (EI) e externo (EE) e diferentes combinações da política financeira interna com a política cambial, pode ser visto como o retrato do "consenso Keynesiano" do pós-guerra, no que se refere a teoria e política do balanço de pagamentos. Nele podemos representar o dilema de política econômica há pouco mencionado, como uma situação em que a taxa de câmbio não pode ser alterada a partir de um dado nível, como por exemplo $e(1)$. Reduzir a absorção ("A", no gráfico) para alcançar o equilíbrio externo significa, neste caso, ampliar o desemprego. Mas se as autoridades estão livres para mover o valor externo da moeda (" e ", expresso como o preço da moeda estrangeira), é possível superar o dilema, rumando, por exemplo, do ponto "P" para o ponto "E" - no qual ocorre uma conjunção dos equilíbrios interno e

externo -, através de uma combinação de contenção fiscal com desvalorização cambial, de acordo com a indicação das setas.



Conforme já se aludiu (vide nota 7), apesar da grande aceitação deste quadro teórico, na prática, sob o regime de Bretton Woods, os governos eram levados a defender um valor fixo para as taxas de câmbio até que esta pretensão fosse solapada pela ocorrência de desequilíbrios insustentáveis, em geral acompanhados de ataques especulativos contra suas moedas. Coube a Mundell (1962)(13) propor uma alternativa de política para atingir o equilíbrio externo e interno, no caso de países que considerassem excessivamente inconveniente a promoção de alterações na taxa de câmbio. O chamado "mix monetário-fiscal" de Mundell baseava-se, como a abordagem anterior, no célebre princípio de Tinbergen, segundo o qual, para se atingir n objetivos de política econômica, requer-se o emprego de pelo menos n instrumentos de política econômica. A premissa básica era que, sendo os fluxos internacionais de capitais sensíveis à taxa de juros, a política monetária seria muito mais eficiente do que a fiscal para

afetar o balanço de pagamentos. Uma política monetária apertada, por exemplo, contribuiria simultaneamente para a melhoria das contas corrente e de capital (o mesmo não se podendo dizer da política fiscal). Caberia pois manejar o instrumento monetário com vistas a alcançar o equilíbrio externo, ao mesmo tempo em que se conduziria a política fiscal com os olhos voltados para o equilíbrio interno(14).

Mas a abordagem de Mundell tinha um grave defeito, quando comparada à concepção de política que combinava instrumentos de controle com ferramentas apropriadas ao redirecionamento do gasto. Por considerar indiferente a obtenção de um equilíbrio externo por meio de ajustes nas contas corrente ou de capital, subestimava-se o efeito de um eventual processo de acumulação de dívida externa sobre o componente "juros" das transações correntes (15). A abordagem Meade-Tinbergen, por seu turno, ao concentrar-se na conta corrente, escapava deste problema. Além do mais, as evidências empíricas sobre as elasticidades-preço das exportações e importações reforçavam as convicções dos economistas sobre a relevância da política cambial como um instrumento (ainda que não exclusivo) da política de ajustamento.

De Volta a Hume: o Monetarismo Global em Ascensão

Tendo conquistado grande popularidade no meio acadêmico, a concepção de política de correção de desequilíbrios do balanço de pagamentos que se consolida a partir da postulação do enfoque da absorção - e de sua síntese com o enfoque das elasticidades - teve uma influência que ultrapassou os muros da academia, dominando também a esfera da "ortodoxia prática" (para usar a expressão empregada por

Bacha e Díaz Alejandro (1959)) (16). Em particular, passou a constituir uma das bases dos programas de ajustamento respaldados pelo Fundo Monetário Internacional.

Mas a nova onda teórica que começa a despontar entre o final da década de 50 e os anos 60(17), não faria concessões ao celicismo quanto à flexibilidade dos preços e à substitutibilidade dos bens e dos fatores. Desenvolvido paralelamente dentro do FMI, e na Universidade de Chicago (18), o enfoque monetário do balanço de pagamentos levaria ao paroxismo a tendência a privilegiar um tipo de gestão da política de ajustamento que interfere apenas no volume de demanda.

Inicialmente, o enfoque monetário foi concebido como uma generalização do enfoque da absorção. As políticas de ajustamento não discrepavam fundamentalmente das propostas que se derivam da síntese de Meade (19). E assim continuou sendo, como veremos, dentro do FMI. Na vertente acadêmica, contudo, caminhou-se para uma ruptura com todas as abordagens de filiação (autêntica ou bastarda) keynesiana, e para um retorno à tradição da teoria monetária internacional clássica. Nas palavras de Harry Johnson (1977a, p.465): "The new, so-called "monetary approach" to the theory of the balance of payments has been developing and gaining popularity in recent years as an alternative to the "elasticity approach", the "absorption approach", and various other Keynesian approaches which may be termed "the foreign-income multiplier approach" and "the Meade-Tinbergen-Keynesian economic policy approach...The monetary approach actually represents a return to the classical tradition of international monetary theory

established by the work of David Hume, summarized in the classical price-specie flow mechanism of adjustment to international monetary disequilibria... "(20).

A partir da perspectiva monetarista global, a ocorrência de déficits no balanço de pagamentos começou a ser vista como sintoma de um excesso da oferta (estoque) sobre a demanda de moeda. É um desequilíbrio de estoques do mercado monetário que dá origem a fluxos corretivos (superávits ou déficits no balanço de pagamentos) (21). Na expressão preferida de seus proponentes, o balanço de pagamentos passou a ser concebido como "um fenômeno essencialmente monetário"(22). A nova arma, destacada do arsenal da política econômica como apropriada à promoção do ajustamento do balanço de pagamentos, seria logicamente de natureza monetária: o crédito doméstico líquido criado pelas autoridades monetárias.

Dada a hipótese de que a demanda por moeda é uma função estável de algumas poucas variáveis, o enfoque monetário pode ser descrito sumária e simplificadaamente da maneira que se segue.

Tomemos como ponto de partida o balancete simplificado das autoridades monetárias, abaixo representado. Verifica-se que a expansão primária de moeda pode derivar-se de um aumento das aplicações de recursos pelas autoridades monetárias - na compra de reservas ou em créditos aos setores público e privado -, ou da redução de seus recursos não monetários.

ATIVO	PASSIVO

RESERVAS INTERNACIONAIS (R)	BASE MONETARIA (B)
CREDITO DOMESTICO (CD)	RECURSOS NA0 MONETARIOS (RNM)

Isto é,

$$R + CD = B + RNM \quad (1)$$

de onde se infere que a variação da base monetária (dB) pode ser obtida como:

$$dB = dR + dCD - dRNM \quad (2)$$

Denominando-se crédito doméstico líquido (CDL) à diferença entre o crédito adiantado pelo Banco Central e os recursos não monetários por ele obtidos, a identidade entre fontes e usos de recursos monetários fica sendo:

$$B = dR + dCDL \quad (3)$$

Os dois focos de expansão da oferta monetária são portanto o crédito doméstico líquido (sob controle das autoridades monetárias) e a variação das reservas, derivada do saldo global do balanço de pagamentos (portanto sob o controle do público). Em outras palavras, o

dinheiro de um país teria dois componentes: a moeda de origem doméstica (o crédito doméstico líquido) e a moeda de origem internacional (as reservas). Na medida em que Banco Central só tem controle sobre o componente interno da oferta monetária(23), a criação de moeda torna-se endógena.

A equação que completa o modelo simplificado representa o equilíbrio no mercado monetário. Dadas as considerações do parágrafo anterior, segue-se que a igualdade entre oferta e demanda de moeda ($M_s = M_d$) é obtida através de alterações no valor da primeira variável de forma a nivelá-la à última. Considerando-se, para simplificar, que o multiplicador da base monetária é 1 ($B = M_s$), e substituindo M_s por M_d , podemos reescrever a expressão (3) acima como:

$$dR = dM_d - dCDL \quad (4)$$

Ou seja, o resultado do balanço de pagamentos, expresso pela variação das reservas, é determinado, nessa abordagem, pela variação do crédito doméstico líquido já que a demanda por moeda seria uma variável comportamental que guardaria uma relação estável com o nível da renda nominal.

Assim, dada a demanda por moeda, uma expansão excessiva do crédito doméstico líquido provocará um desequilíbrio no mercado monetário, já que a oferta monetária terá crescido (pelo montante dB) acima da demanda. O reequilíbrio do mercado monetário poderá ocorrer de duas maneiras: ou a demanda por moeda aumenta, ou haverá uma queda de reservas - isto é, um déficit global do balanço de pagamentos.

Um aumento da demanda por moeda só deveria, normalmente, ocorrer, na hipótese de elevação do valor nominal da renda. Uma alta dos preços derivada da expansão do crédito doméstico, provocando um aumento da demanda por moeda, poderia ser assim um dos desfechos da história. Mas se as Autoridades Monetárias mantiverem a taxa de câmbio fixa, os preços domésticos não poderão se elevar, por força dos mecanismos de arbitragem que garantem a vigência da lei do preço único (outra das hipóteses geralmente adotadas na abordagem monetária do balanço de pagamentos). Com uma taxa de câmbio fixa, portanto, uma expansão do crédito doméstico levaria inexoravelmente a um déficit do balanço de pagamentos. Pelas mesmas razões, a contração do crédito doméstico seria um poderoso instrumento de restauração do equilíbrio do balanço de pagamentos.

Os mecanismos através dos quais o excesso de crédito doméstico vaza para o exterior (na forma de uma perda de reservas) podem ser de diferentes naturezas. A título de exemplo, o processo pode ocorrer da seguinte maneira: a expansão monetária excessiva leva a que os agentes econômicos passem a dispor de saldos monetários acima do desejado; em consequência ocorre um aumento de gastos que, confrontado com uma oferta rígida de bens e serviços, é atendido ou por aumento de importações ou por uma redução de exportações. Um aumento da demanda por ativos externos e/ou redução da demanda por empréstimos externos (provocados pela queda dos juros domésticos), também operaria como mecanismo de ajuste, neste caso através da conta de capital. Em quaisquer das circunstâncias citadas, reduzem-se as reservas, e - sua contraface - a base monetária.

O que interessa é que o determinante último, e incontornável, do resultado geral do balanço de pagamentos - não importa que fatores possam determinar fluxos específicos, como por exemplo a exportação da mercadoria X, ou o ingresso de capitais de risco - é o comportamento do mercado monetário: a criação de "moeda de origem doméstica" pelo Banco Central, e a demanda de moeda pelo público. Todas as demais relações causais ficam subordinadas a este condicionante maior.

Em suma, da mesma maneira que no enfoque da absorção, não importa que a nível de mercados isolados, um estímulo às exportações, derivado de uma desvalorização cambial, tenda a contribuir para uma melhora na balança comercial. Indo além daquele enfoque, e radicalizando, não basta sequer que a absorção se contraia em relação à renda agregada. A medida em que não se limita à conta corrente, e interessa-se fundamentalmente pelo saldo global -portanto pela variação das reservas-, o enfoque monetário impõe uma condição ainda mais geral do que $dY > dA$ para que melhore o balanço de pagamentos: é indispensável que o crédito doméstico seja controlado de modo a que a oferta de moeda cresça menos (ou se contraia mais) do que a demanda de moeda(24).

O corolário desta visão é que as políticas tradicionalmente concebidas como tendo efeito sobre o balanço de pagamentos passam a ser consideradas inócuas, a menos que tenham um efeito indireto, através de alguma influência sobre a oferta ou demanda de moeda (25). Radicalizando o discurso nesta direção, Harry Johnson (1977b, p.267) afirma: "To put the point of this criticism in the most challenging possible way, there is no reason whatsoever to assume that import restrictions, export subsidies, devaluation, or for that matter

domestic deflation, will necessarily improve a country's balance of payments, or that, if it does so, the effect will be more than transitory".

Em graus crescentes, portanto, as teorias do balanço de pagamentos - centradas inicialmente na análise parcial das elasticidades, depois no equilíbrio agregativo no mercado de bens (foco da absorção) e por último, no mercado monetário - se distanciam da análise dos fatores específicos e setoriais, na determinação do equilíbrio externo, e se fixam mais na análise agregada. Esta tendenciosidade não traria nenhum problema se existissem inflexibilidades estruturais, coeficientes técnicos fixos, etc.

Se, em contrapartida, se quiser incorporar na análise restrições dessa natureza, torna-se forçoso considerar as consequências das elasticidades nas respostas da economia às políticas que atuam ao nível do comportamento agregado. Estaríamos caminhando rumo à teoria do desenvolvimento e, no campo da política econômica, ao planejamento. Conforme ressaltam Chenery e Duchet (1971, p.29) "Development planning originates as a response to the immobility and specificity of economic resources. To the extent that production requires inputs in rigidly fixed proportions, growth is likely to be impeded by shortages of specific factors rather than by a general scarcity of resources".

Já o tipo de análise que privilegia as condições de demanda, em regra supõe que a oferta pode se remodelar-se diante dos sinais de mercado. Na abordagem das elasticidades, uma desvalorização cambial é suficiente para que haja um redirecionamento da produção em direção a

bens exportáveis ou competitivos com as importações, melhorando assim (obedecida a condição Marshall-Lerner) a balança comercial. No enfoque da absorção e (com mais ênfase) no monetário, sequer a mudança de preços relativos desempenha um papel essencial: uma redução da absorção (ou do crédito doméstico) é o fator decisivo para determinar uma melhora do balanço de pagamentos, e por consequência, as mudanças requeridas ao nível da composição da produção(26)

Eventuais restrições oriundas da inadequação da estrutura produtiva para produzir mais bens exportáveis ou competitivos com as importações são descartadas pelos adeptos deste tipo de abordagem. Afinal, conforme argumentam Frenkel e Johnson (1977, p.27), "even if goods cannot be traded, the factors used in producing them generally can be, in the sense that in the relevant run of time a barber has the alternative of being a machine tool operator producing machinery or consumers' durables for export, or instead of imports, and the price of haircuts must be such as to give the barber labour earnings comparable to the wages paid in exporting (and import competing) industries."

O exame da evolução da teoria do ajustamento do balanço de pagamentos mostra que, despertada do sonho do padrão-ouro, pela dramaticidade da crise dos anos 30, a teoria incorporou elementos de realidade totalmente ausentes da visão mítica do processo de ajustamento automático. Mas ao fazê-lo, perdeu a dimensão da consistência macroeconômica. A evolução subsequente foi no sentido de um crescente rigor na construção de modelos de equilíbrio agregativo.

as a construção destes se deu, novamente, mediante o sacrifício dos compromissos com o mundo real.

O desafio maior da teoria para compreender o processo de ajustamento parece ser pois a busca de uma razoável combinação das dimensões estrutural e macroeconômica. Em outras palavras, trata-se de pensar o resultado da interação entre os elementos concretos que fazem das transações correntes uma "sticky mass", e os fluxos agregados derivados dos comportamentos de consumidores/poupadores e proprietários de ativos.

Sem ter qualquer pretensão de oferecer uma resposta teórica para o desafio acima, o exame do ajustamento brasileiro nos anos 80, realizado mais adiante nesta tese, buscará compor, no exame de uma situação concreta, elementos das duas visões. Na sequência, porém, trataremos dos reflexos da teoria do ajustamento sobre a análise e a prática de políticas de ajustamento, pelos organismos multilaterais, e em particular o FMI.

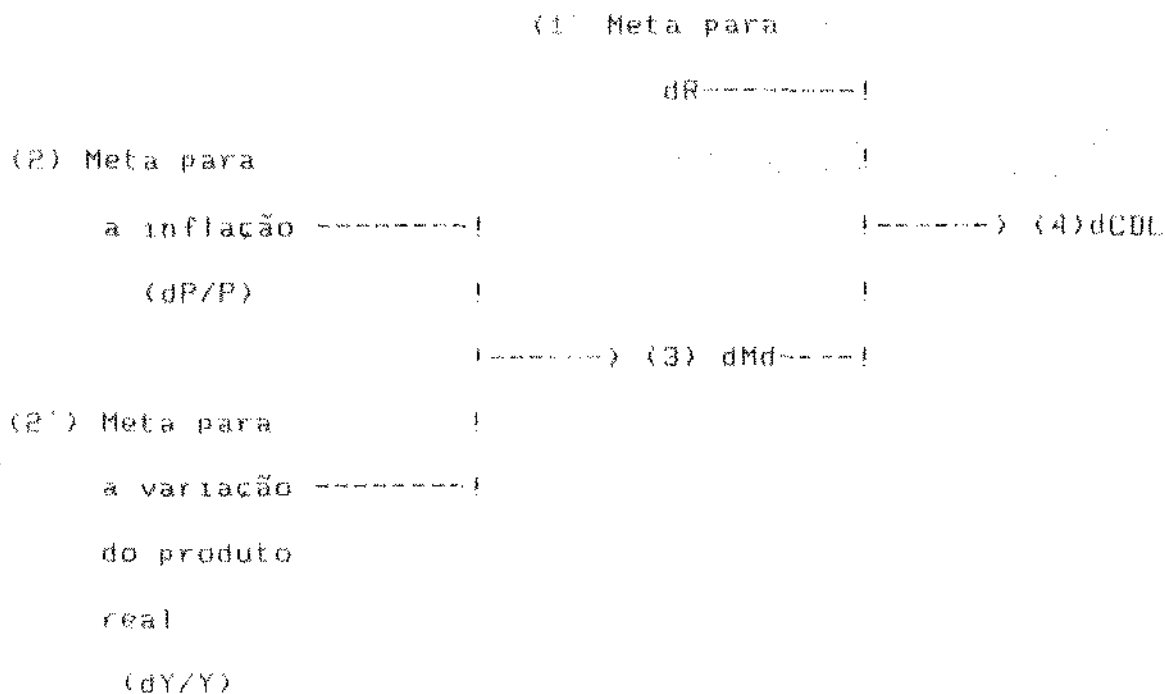
3.2-A Ortodoxia Prática

Confrontada com o mundo real, a "ortodoxia prática" do FMI, ao contrário da "ortodoxia acadêmica", atribui alguma relevância às restrições estruturais: "Another important factor in deciding on the pace of policy implementation is the nature of the external payments imbalance and the adaptability of the domestic economy to changes in prices. For example, a low-income primary producing country with a narrow productive base may respond more slowly to expenditure-switching policies than a country with a broader range of production" (IMF, 1987, p. 11). Mas considerações desta natureza não tem maiores consequências em termos da formulação de programas de ajustamento por parte do FMI.

Os chamados exercícios de programação financeira elaborados pelo staff do Fundo Monetário Internacional, com o objetivo de definir as metas e critérios de desempenho que compõem os programas de ajustamento por ele monitorados, são, em certo sentido, uma expressão prática do enfoque monetário do balanço de pagamentos. Apenas em certo sentido, porque a adesão do FMI a este enfoque tem uma conotação extremamente pragmática, como se pode depreender das palavras de Rhomberg e Heller (1977, p. 4), na introdução a uma coletânea de textos do Fundo sobre a nova abordagem: "It has, however, proved difficult in practice to set forth a suitable framework for use with either the elasticities approach or the income-absorption approach within which the requisite information would be marshaled in a comprehensive and consistent manner. For applied research and background work for policy

discussion on balance of payments problems, the monetary approach suggested itself, therefore, as apparently simpler and more manageable than the other approaches"(27)

Feita a ressalva acima, vejamos como se traduzem os princípios teóricos em metas e critérios de desempenho de uma política de ajustamento do Fundo. Partindo-se da expressão (4) da seção 3.1, o modelo de programação financeira do Fundo pode ser facilmente derivado. O esquema a seguir sintetiza o desenho de um programa financeiro à la FMI simplificado



O primeiro passo consiste na fixação de uma meta para o balanço de pagamentos, definida em termos de variação das reservas (dR). Em seguida, tomando por base metas estabelecidas para a inflação doméstica e para o produto real, chega-se a um valor estimado para a

renda nominal, e por consequência, para o aumento da demanda por moeda (M_d). Entrando-se na equação (4) (vide seção 3.1) com o valor fixado para a variação das reservas e o valor estimado para a demanda de moeda, deduz-se o valor a ser perseguido para o crédito doméstico líquido. Este último constitui, como vimos, o instrumento básico de uma política de ajustamento de acordo com o enfoque monetário do balanço de pagamentos. Nos programas de ajustamento patrocinados pelo Fundo, tornou-se um dos principais critérios de desempenho a serem observados na avaliação do andamento da política econômica do país-membro que solicita financiamento da instituição (vide apêndice 1).

Mas o desenho concreto e detalhado dos programas de ajustamento de países que recorrem ao FMI é assumidamente eclético (Vide IMF, 1987, p. 2 e 12), não havendo desconforto em relação a inclusão de elementos estranhos ao enfoque monetário do balanço de pagamentos. O uso da política cambial com a finalidade expressa de redirecionar a produção e a demanda, é um deles. Assim, por exemplo, na carta de intenções do Brasil ao FMI, de janeiro de 1983, a execução de uma política de desvalorização real da taxa de câmbio foi adotada como critério de desempenho (28).

A introdução de critérios de desempenho para variáveis fiscais, como as necessidades de financiamento do setor público, também não encontra respaldo no referencial teórico do enfoque monetário do balanço de pagamentos. Como notou Bacha (1983) a única coisa que se requer, pela teoria, é que haja um corte do crédito doméstico, de

maneira que a escolha do setor público como o segmento a ser cortado remete-se a razões de outra natureza

Assim, se tomarmos a visão do FMI como representativa da ortodoxia corrente, uma política de correcção de desequilíbrios do balanço de pagamentos deveria ser conduzida por uma combinação de medidas de redução da absorção (via contração do crédito doméstico, apoiada num corte fiscal), com políticas de redireccionamento do dispêndio (29). Estas últimas, contemplariam a desvalorização cambial necessária não apenas para ampliar a competitividade dos "tradables", como para compensar a retirada de instrumentos extra-mercado - seletivos - de intervenção nas transações com o exterior.

Com efeito, embora outras políticas possam ser usadas com a finalidade de reorientar produção e gastos, a política cambial é francamente preferida. Nas palavras de membros do staff do FMI (IMF, 1987, p.37): "When authorities are reluctant to use exchange rate adjustments as an expenditure-switching device they have at their disposal only two types of options to influence the relative prices of domestic and foreign goods: government intervention in the exchange and trade system and management policy. Both alternatives are in most circumstances inferior to exchange rate adjustments: the first, because unless very carefully administered it leads to distorted prices among traded goods, and the second, because bringing down the price level, or lowering the rate of inflation, can be slow and difficult and may entail reduced output and employment". Em suma, no que se refere aos demais instrumentos de redireccionamento do gasto, a

objeção fundamental é a da distorção alocativa, cuja fundamentação teórica (e também cujas ressalvas) é objeto de uma vasta literatura na área do comércio internacional).

Os programas de ajustamento postos em prática na década de 80 sob o monitoramento do FMI lograram, em diversos casos, produzir melhorias na balança comercial de países envolvidos. Mas raramente conduziram a equilíbrios sustentáveis no balanço de pagamentos. O reconhecimento da inadequação dos diagnósticos e das políticas recomendadas levou um alto funcionário da instituição a escrever que "talvez o FMI, como outras instituições, tenha subestimado a gravidade e a renitência da crise da dívida, sem precedentes. Quando um problema levou tantos anos se formando e atingiu dimensões tão insustentáveis, não pode ser fácil lidar com ele recorrendo a instrumentos concebidos para tratar apenas de dificuldades "normais" de balanço de pagamentos" (Nowzad, 1990, p.13)(30). Pesam ainda negativamente na avaliação desses programas o fato de se revelarem insuportavelmente custosos. Tais custos tendem a variar na razão direta da extensão do ajuste a ser realizado, e do grau de rigidez estrutural que caracteriza cada economia. A caracterização desses custos, e em particular dos danos causados à capacidade de crescimento constituem o objeto do capítulo a seguir.

NOTAS:

(1) A transferência é portanto um dos fatores que podem produzir a necessidade de uma política de ajustamento do balanço de pagamentos. Neste caso, o país pode até estar partindo de uma situação de equilíbrio nas transações reais, e ser obrigado a gerar um superávit para viabilizar a transferência. Outro fator seria a formação de um déficit em transações reais devido a um descontrole macroeconômico doméstico. Neste caso, mesmo não havendo qualquer obrigação de transferência, uma política de ajustamento seria igualmente exigida.

(2) A ausência de restrições e de custos no processo de ajustamento não constitui uma hipótese ou parte fundamental do pensamento neoclássico (no caso, da teoria monetária internacional "clássica"). O que importaria, nesta concepção, é que, no longo prazo, de alguma maneira as variáveis se comportarão de modo a que haja uma convergência para o equilíbrio, e que qualquer intervenção do governo para evitar os custos do ajustamento tenderia (na medida em que distorce os sinais de preços) a desviar a economia da rota do equilíbrio, aumentando ainda mais os problemas. Ocorre entretanto que, na prática, os autores desta corrente de pensamento, ao se posicionarem a respeito de problemas concretos, efetivamente desprezam as dificuldades decorrentes das inflexibilidades e restrições do mundo real. Vide nota 9 a seguir.

(3) Ironizando as possibilidades políticas de prosseguir nessa linha até as últimas consequências, Keynes sugere que os assessores do ministro deveriam adverti-lo de que não sendo possível explicitar publicamente que a política econômica visava provocar o desemprego para com isso derrubar os salários nominais, seria necessário inventar razões fictícias. E que "about two years may elapse before it will be safe for you to utter in public one single word of truth. By that time you will either be out of office, or the adjustment, somehow or other, will have been carried through" (Keynes, 1972, p.215).

(4) O novo enfoque foi desenvolvido, entre outros, por J. Robinson e F. Machlup.

(5) É evidente que as condições da economia mundial nos anos 30 influenciavam fortemente a concepção dominante sobre a correção de desequilíbrios do balanço de pagamentos. Como diria mais tarde a própria J. Robinson: "Devido à experiência histórica de 1931, a fé na depreciação cambial como um remédio seguro para um déficit no balanço de pagamentos era muito mais forte, então, do que agora." (J. Robinson, 1979(a)).

(6) Podem haver efeitos indiretos. Por exemplo, um desdobramento possível seria uma elevação de preços dos "tradables" provocando uma queda de salários reais e por consequência do consumo, suficiente para liberar os recursos necessários para a produção dos exportáveis. Mas

uma reação bem sucedida dos trabalhadores para recuperar seus níveis de renda real levaria a uma generalização da alta de preços, terminando por reduzir a taxa real de câmbio ao seu nível prévio, compatível com o saldo comercial anterior a desvalorização. Neste caso a desvalorização seria frustrada pela alta de preços. A alternativa de atender à demanda adicional com aumento de importações não faz sentido, na medida em que a desvalorização teria encarecido as importações; além do mais, um aumento das importações anularia o efeito do aumento das exportações sobre o saldo comercial.

(7) Como é sabido, apesar dos estatutos do FMI, acordados em Bretton Woods, permitirem a desvalorização cambial (até 10% sem consulta; acima disso, mediante consulta, desde que se identificasse a ocorrência de um "desequilíbrio fundamental" do balanço de pagamentos), os países membros (de moeda forte) resistiam o quanto podiam à tomada desta decisão. Na verdade, tendo por base um otimismo sobre a estabilidade monetária e a ausência de desequilíbrios profundos no balanço de pagamentos, os construtores da ordem de Bretton Woods não esperavam ser necessário - senão que muito excepcionalmente - o uso da mudança nas paridades como mecanismo de ajustamento. Vide Cohen (1978, p.94 e 100-102), Rolfe e Burtle (1975, p.85), e Triffin (1979).

(8) A Inglaterra é o caso mais notório. Estando a libra sobrevalorizada, e face a resistência das autoridades em admitir desvalorizações da moeda doméstica, a economia britânica atravessou grande parte dos anos 50 e 60 submetida a uma trajetória de "stop and go". Vide a respeito Argy (1981, p.41 e 99-100).

(9) Esta era, como vimos de início, a posição assumida pelo governo britânico quando, na segunda metade dos anos 20, decidiu-se pelo retorno a paridade da Libra pós-primeira guerra mundial. Como relata Joan Robinson (1979, p.21), "Isso se justificava, na opinião oficial (formulada pelo Professor Pigou), pela alegação de que, sob uma política monetária firme, os preços podem ser colocados, rapidamente, em relação com as taxas de câmbio". Como é bem conhecido, as críticas de Keynes à posição do governo britânico se mostraram totalmente fundadas.

(10) Vide Harry Johnson (1979), pp. 488-493 e Crockett (1977), pp 51-52.

(11) Vide Williamson (1983), pp 160-165.

(12) a necessidade da desvalorização dependeria do nível da taxa de câmbio e da composição setorial da redução da demanda.

(13) Na fase anterior a sua adesão ao enfoque monetário do balanço de pagamentos.

(14) Essa questão da assignação das políticas monetária e fiscal também é elaborada por Fleming (1969), num trabalho que explora os diferentes efeitos das duas políticas, num regime de câmbio fixo e num regime de câmbio livremente flutuante. Com câmbio fixo, mostra Fleming, uma política fiscal expansionista pode até mesmo melhorar o balanço de pagamentos (no caso de elevada sensibilidade dos fluxos de capitais às taxas de juros), enquanto uma política monetária expansionista tem um efeito negativo inequívoco sobre o balanço de pagamentos.

(15) O enfoque monetário do balanço de pagamentos, que será discutido em seguida, também está sujeito a este mesmo tipo de crítica e é curioso, portanto, que Johnson (1977, p.11) se refira a este ponto como uma fragilidade do antigo modelo de Mundell, sem assumir que a crítica também atinge a abordagem monetarista global, por ele defendida).

(16) Na verdade, o enfoque da absorção foi em parte desenvolvido pelo staff do FMI, a começar pelo próprio texto de Alexander. V. a respeito, IMF(1987).

(17) As versões mais rudimentares do enfoque monetário remontam ao final da década de 1950, quando começou a ser desenvolvido dentro do FMI (V. Polack, 1977), e na academia, particularmente na Universidade de Chicago (V. Johnson, 1979). Mas é na segunda metade dos anos 60, e principalmente nos anos 70 que a nova visão se consolida. Mundell, um dos formuladores do novo enfoque, já havia desenvolvido no início dos anos 60, como vimos anteriormente, um modelo que dispensava o emprego da política cambial como mecanismo de ajustamento.

(18) Johnson (1977, pp 3-4), entretanto, faz questão de enfatizar que o enfoque monetário do balanço de pagamentos não deve ser confundido com o monetarismo de Friedman, que se refere basicamente ao manejo da política macroeconômica doméstica.

(19) Vide por exemplo o artigo pioneiro de Harry Johnson (1979).

(20) Duas diferenças, entretanto, marcam o novo enfoque em relação à abordagem clássica. Em primeiro lugar assume-se a lei do preço único, o que implica que o mecanismo de ajustamento não se dá por meio de uma alteração dos preços relativos dos tradables domésticos e externos, ou seja a relação "price-specie" não tem relevância no modelo. Em segundo lugar, não se limita a análise da conta corrente, tomando como importante apenas o resultado global do balanço de pagamentos. Vide a respeito Johnson, 1977, pp. 5-6).

(21) "a balance-of-payments deficit or surplus represent a transient stock-adjustment process evoked by an initial inequality of desired and actual money stocks. It cannot be treated as a continuous flow equilibrium" (Johnson, 1977, p.7)

(22) J. Frenkel e H. Johnson (1977, p. 21) assim definem esta abordagem: "The main characteristic of the monetary approach to the balance of payments can be summarised in the proposition that the balance of payments is essentially a monetary phenomenon."

(23) Evidentemente a suposição aqui é de um regime de taxas fixas de câmbio. Com taxas flutuantes, o governo não está obrigado a comprar ou vender divisas no mercado para sustentar o preço da moeda estrangeira, ficando livre para manter o nível de reservas que desejar. Neste caso, pelo modelo, o governo perderia o controle sobre os preços, e portanto sobre a oferta real de moeda.

(24) Frenkel e Johnson (1977, p. 22) sugerem que embora a conta monetária (variação das reservas) possa ser analisada em termos dos determinantes das demais contas (desagregadas), "The monetary approach ... recommends an analysis in terms of the behavioural relationship directly relevant to the money account, rather than an analysis in terms of the behavioural relationships directly relevant to the other accounts and only indirectly to the money account via the budget constraint."

(25) Efeito que pode ser, eventualmente, o contrário do imediatamente suposto. Um aumento de subsídios, por exemplo, na medida em que implique expansão da oferta monetária (e eventualmente uma redução de preços que diminui a demanda por moeda) pode levar a uma piora do balanço de pagamentos. Vide Dornbusch CPT, Mussa CPT, Rhomberg e Heller (1977, p.13,).

(26) "The accumulation or decumulation of assets depends on the aggregate relationship between domestic expenditure and income and does not depend on the composition of expenditure... Consequently, though relative prices do influence the composition of expenditures, they play a secondary or negligible role in the monetary approach (as in the absorption approach)." (Frenkel e Johnson, 1977, p.23)

(27) Uma outra razão que levou ao desenvolvimento do enfoque monetário dentro do Fundo foi a pouca confiabilidade, defasagem de preparação ou mesmo inexistência de informações estatísticas (sobre variáveis macroeconômicas) que pudessem ser usadas para a elaboração e acompanhamento dos programas em países menos desenvolvidos - que se tornaram a principal clientela do FMI. Contudo, mesmo os países com sistemas estatísticos precários dispõem em geral de informações quantitativas confiáveis sobre as contas do Banco Central e sobre o Balanço de Pagamentos (em particular a conta de reservas). Vide Rhomberg e Heller (1977, p.6)

(28) No parágrafo 5o. do Memorando Técnico de Entendimento (documento no qual são fixados os valores para os critérios de desempenho), ficou estabelecido que "a alteração percentual do valor em cruzeiro do dólar em 15 de abril de 1983 sobre seu valor em 15 de janeiro de 1983, não será inferior à alteração percentual cumulativa do índice geral de

precos - disponibilidade interna (IGP-DI) durante o período de 3 meses, terminado em 31 de março de 1983, mais 3 pontos percentuais...". seguindo-se metas semelhantes para os trimestres seguintes. Estas metas serão depois revistas, em função da maxidesvalorização de fevereiro de 1983. Vide Galvêas e Langoni (1983)

(29) "Fund supported programs have normally combined measures to reduce (or control de rise in) domestic aggregate demand with policies that improve incentives to export and discourage imports"(IMF, 1987, p. 7)

(30) O Vice-Diretor do Departamento de Relações Externas do Fundo conclui, a partir dessas constatações, que "a redução voluntária da dívida tem de ser parte da solução global. Já se mudou a hipótese original de que todo o serviço da dívida pode e deve ser pago"(Nowzad, 1990, p. 13))

APÊNDICE 3.1

RELAÇÕES IMPLÍCITAS ENTRE METAS MONETÁRIAS E METAS PARA VARIÁVEIS REAIS NOS EXERCÍCIOS DE PROGRAMAÇÃO FINANCEIRA DO FMI

Um empréstimo do FMI, ou qualquer outro empréstimo compensatório às autoridades monetárias, reduz o crédito doméstico líquido, porque aumenta o volume de recursos não monetários colocados à disposição do Banco Central, como se pode ver nas expressões (3) e (4) anteriores (seção 3.1). Portanto esta é uma das alternativas a redução do crédito aos setores público e privado para cortar o crédito doméstico líquido, e alcançar as metas de reservas. Um repagamento de dívida ao FMI, ao contrário, obrigaria a cortes adicionais do crédito doméstico. Outro lado desta moeda é que, sendo a variação de reservas igual à soma do ingresso de capitais autônomos e compensatórios (exclusive variação de reservas), com o saldo em transações correntes (TC), e sendo este último idêntico à diferença entre o produto doméstico e a absorção ($Y - A$), o aumento de empréstimos do FMI seria compatível, no modelo, com um nível maior de absorção doméstica. Vejamos como.

Chamando de "F" a soma do ingresso líquido de capitais autônomos (ILK) com os capitais compensatórios exclusive variação de reservas (empréstimos do FMI, BIS, etc), podemos escrever, a partir de (4):

$$TC + F = dMd - dCDL \quad (5)$$

Substituindo o saldo em transações correntes pela sua contrapartida em termos de produto e gastos domésticos, e desdobrando-se o crédito doméstico líquido em seus dois componentes, chega-se a:

$$-A + F = dMd - (dCD - dRNM) \quad (6)$$

ou

$$-A + F = dMd - dCD + dRNM \quad (7)$$

Em (7), percebe-se que um aumento dos empréstimos do FMI leva à ampliação de F e de dRNM. Lembrando que o lado esquerdo da equação corresponde à variação de reservas, verifica-se que, dada a meta para esta variável, um aumento dos empréstimos do FMI ao elevar F abre espaço para elevar A, mantendo o valor de dR. Do lado direito da equação, esse aumento de A seria correspondido por uma expansão de dCD. Assim, embora não haja nenhum tipo a ser observado para os níveis de gastos domésticos de consumo e investimento, os valores a serem alcançados por estas variáveis está implícito nos exercícios de programação financeira da instituição.

4 AS IMPLICAÇÕES DA TRANSFERÊNCIA PARA O PROCESSO DE CRESCIMENTO

"It is a methodological error to insist that only one model is at work all the time, or even in a given complex incident" (Kindleberger, 1988, p.8)

É difícil, senão equivocado, fazer uma avaliação a priori da eficácia e do custo das políticas de ajustamento. Os perfis das estruturas produtiva e institucional de cada economia são elementos decisivos para condicionar a resposta a determinados estímulos exógenos. Tendo isto em conta, procurarei distinguir, na seção 4.1 a seguir, de um ponto de vista conceitual, diversos tipos de ônus associados ao processo de ajustamento do balanço de pagamentos. Para tanto, procurarei acrescentar à análise mais convencional dos custos do processo de ajustamento, elementos de uma visão estruturalista desse mesmo processo. Com isto pretende-se por em evidência fatores que tornam diferentes políticas de ajuste mais ou menos eficientes, e fazem deste processo uma experiência mais ou menos onerosa.

4.1-Os Custos do Ajustamento

De uma maneira geral, podemos pensar que o ajustamento do balanço de pagamentos é um processo que encerra custos de 3 naturezas(1): custo permanente; custo transitório; custos adicionais. Os dois primeiros são mais ou menos óbvios, e derivados diretamente da dualidade do processo de ajustamento discutida no capítulo anterior (mudança na participação dos gastos no produto, e reorientação dos gastos e da oferta), e são referidos frequentemente na literatura. O terceiro tipo compreende um conjunto dos sacrifícios adicionais em que incorrem as economias que partem de situações caracterizadas por profundas distorções, sejam aberrações macroeconômicas, sejam deficiências estruturais. O tratamento dado, na literatura, a este tipo de ônus, é menos sistemático. Creio que poderíamos, para fins de organização da exposição, decompô-lo em três categorias: custo permanente adicional, ônus da recessão, e desestruturação(2). Vejamos a seguir como podem ser entendidos cada um dos custos, começando pelos mais convencionais.

Os Custos Universais do Ajustamento

O custo permanente do ajustamento corresponde ao sacrifício continuado do consumo e/ou do investimento domésticos(3). Para uma economia acostumada a viver com um hiato de recursos reais - isto é a ser uma absorção doméstica de bens e serviços superior ao PIB -, a passagem para uma outra situação em que o gastos internos tem que se

limitar ao produto doméstico, e eventualmente a um valor inferior ao mesmo, representa, em princípio, um ônus(4).

A natureza do custo permanente pode ser melhor apreendida pelo exame da identidade entre poupança e investimento para uma economia aberta e com governo. Usando $(x-m)$ para exportações líquidas de bens e serviços "não fatores", (t) para a receita total do setor público, (g) para os gastos correntes do governo, inclusive encargos financeiros, (s) para poupança do setor privado, e (i) para os investimentos totais, todos eles expressos como proporção do PIB, podemos escrever:

$$(x-m) = (t-g) + (s-i)$$

A equação mostra que um saldo nas transações reais com o exterior tem que ser financiado com poupança pública ou com excesso da poupança privada sobre o investimento. E como o processo de ajustamento corresponde a uma variação positiva de $(x-m)$, ele requer uma elevação de $(t-g)$ e/ou de $(s-i)$. O custo permanente do ajustamento consiste pois no sacrifício derivado de uma ou mais das seguintes adaptações: redução da fração da renda consumida pelo setor privado (aumento da propensão a poupar, " s "); redução da taxa de investimento, " i "; aumento da carga tributária, " t " (e portanto redução da renda disponível do setor privado); redução do consumo público, " g ". Em suma, implica em reduzir o consumo presente (como proporção da renda), ou o investimento - e portanto a capacidade de crescimento.

A última observação precisa ser tomada com reserva. Note-se que quando uma economia faz um ajustamento e, por exemplo, transforma um déficit em transações correntes em superávit, ela estará deixando de

acumular dívida externa, para reduzi-la, ou aumentar seus investimentos no exterior. Estará trocando investimentos internos por investimentos no exterior (ambos geradores de renda futura). Se, como consequência, a capacidade de crescimento se reduz ou se eleva, é algo que não se pode concluir em abstrato, independentemente das características de cada economia, em particular da propensão a poupar e das oportunidades de investimento(5)

O custo transitório do ajustamento deriva-se dos "atritos" associados à adaptação dos fluxos de produção e de vendas às exigências da nova realidade. A reconversão da oferta não se faz sem perdas, em termos de linhas de produção que tem que ser desativadas ou reconvertidas, com algum custo e tempo; o abandono de mercados estabelecidos, e a abertura dos novos mercados e frentes de comercialização também leva tempo e implica em custos. Adicionalmente, a redução da produção e do emprego resultante das incertezas da fase de transição, ampliam o desperdício de capacidade de produção neste quadro de transição. Em suma, é um custo econômico autêntico, porém passageiro, que só não é valorizado no universo teórico da economia neoclássica.

O Ajustamento na Periferia: Custos Adicionais

As duas classes de custo do ajustamento acima mencionadas são comuns a todo tipo de economia. Consideremos agora o caso específico de economias atrasadas, sujeitas ao que se convencionou chamar, na tradição do modelo de dois hiatos, de restrição de divisas(6). Podemos

caracteriza-las como portadoras de um limitado grau de diversificação da estrutura produtiva, e de um baixo nível de desenvolvimento tecnológico e de acumulação de capital. Essas economias geralmente exportam um leque reduzido de produtos -principalmente "commodities"- nas quais são competitivas por vantagens naturais; e dependem crucialmente de importações para suprir a demanda por bens de capital e insumos básicos. Tais características limitam as oportunidades de ampliação das exportações e substituição de importações a curto e médio prazo, introduzindo custos adicionais associados ao processo de ajustamento.

Um primeiro tipo de custo adicional estaria associado ao conjunto de artifícios a serem mobilizados para viabilizar exportações não competitivas. Incentivos fiscais e subsídios à exportação de manufaturados representariam ônus para os cofres públicos. Políticas cambiais agressivas também desequilibrariam o orçamento de governos fortemente endividados junto ao exterior. Tais custos, na medida em que fossem requeridos de forma permanente para a sustentação das exportações, exigiriam um aumento da carga tributária ou corte de outros gastos do governo, além do exigido na forma do custo permanente anteriormente examinado. Ficaria assim caracterizado um verdadeiro "sobreajustamento"(7).

O segundo tipo é a recessão, tão mais profunda e prolongada quanto menos bem sucedida for a política de incentivos na tarefa de elevar as receitas cambiais. Sendo a produção corrente dependente de insumos importados, e o investimento, de bens de capital estrangeiros, o nível interno de atividades fica amarrado (tanto pelo lado do

abastecimento de insumos quanto pelo lado do componente investimento (da demanda) à capacidade para importar da economia. Sendo $M = m.Y$, e o coeficiente "m" muito rígido, a redução da capacidade para importar só pode ser viabilizada por meio de uma queda do nível de renda, Y. Na medida em que persista o estrangulamento, e que o nível de investimentos permaneça comprimido, rebaixando a trajetória de crescimento da capacidade produtiva, cria-se uma restrição de longo prazo ao crescimento, conforme será discutido no item 4.2 a seguir.

O terceiro custo, mais difuso e difícil de identificar, é derivado dos dois anteriores. Resulta da desorganização e disfunções produzidos pelo longo período de crise. Dado que, nas condições de uma economia atrasada, o desajuste interno e a recessão tendem a se caracterizar, para além do fenômeno do custo transitório, como uma crise de solução demorada e inerte, pode ter início um processo de desequilíbrio cumulativo, alimentado por (e realimentador de) mudanças perversas em estruturas, instituições e comportamentos. A infraestrutura se deteriora por insuficiência dos investimentos públicos, setores sucumbem diante da contração do mercado. E mais, ao longo do processo, os comportamentos dos agentes econômicos se transformam: o "animal spirit" dos capitalistas se deprime; e a reação dos agentes econômicos a subsídios, incentivos, à taxa de juros e à própria taxa de câmbio, pode se tornar bastante inelástica, como defesa contra as constantes mudanças paramétricas. Neste ambiente, a política econômica perde ainda mais sua eficácia.

Entre o caso extremo da economia primário exportadora que deve fazer um ajuste de grande amplitude, e o das economias plenamente industrializadas e desenvolvidas, encontramos uma escala de situações intermediários, cuja análise pode derivar das anteriores. Uma conclusão importante é que os custos adicionais, do tipo recessivo ou fiscal, são uma função inversa do grau de integração e diversificação da estrutura produtiva. Analogamente, quanto maior a estreiteza da base produtiva, mais limitada a eficiência da política cambial, e das políticas de contenção da demanda. Não me refiro aqui ao processo de deterioração comportamental assinalado no paragrafo acima, que pode vir a se constituir, sem dúvida, num agravante. Trata-se de que um leque mais amplo de recursos confere maior versatilidade à economia, menores custos para a reorientação da oferta, e portanto maior sensibilidade aos estímulos de mercado (8).

4.2- Transferência, Crescimento e Inflação: os Modelos de Hiato

A abordagem dos custos do ajustamento, realizada no item anterior, concentrou-se fundamentalmente em categorias de análise de curto prazo. Voltemo-nos agora para o exame das consequências de longo prazo da inversão no fluxo das transferências para as economias menos desenvolvidas. A discussão se concentrará no modelo de dois hiatos, com ênfase na extensão realizada por Bacha, através da agregação de um terceiro hiato. O exame desses modelos facilitará a apreciação das interpretações sobre o problema da dívida no Brasil (capítulo 5, a seguir), visto que o diagnóstico da maioria dos analistas evoluiu por fases que podem ser identificadas com a predominância de cada um dos hiatos do modelo.

4.2.1- Aspectos epistemológicos do modelo de dois hiatos

O modelo de dois hiatos é uma construção típica da teoria do desenvolvimento. Elaborada nos anos 60 (8), essa peça analítica forneceu uma nova roupagem acadêmica - e emprestou maior rigor conceitual - a algumas teses centrais do pensamento latino-americano, em particular da CEPAL.

A teoria do desenvolvimento tem como uma de suas pedras angulares a hipótese da não fluidez dos recursos. Admitir que os fatores de produção são específicos, e que se combinam em proporções fixas (isoquantas de Leontief), tem consequências importantes para a visão do processo de desenvolvimento. De um lado, a escassez de um recurso produtivo básico pode bloquear o crescimento, na medida em que não

seja facilmente substituível. Visto por outro lado, a existência de pontos de estrangulamento, derivados da limitada disponibilidade de determinado(s) recurso(s), provocaria uma subutilização dos demais. Assim sendo, da mesma forma que a resistência de uma corrente é igual à resistência do mais fraco de seus elos, a possibilidade de crescimento seria dada pela disponibilidade do mais escasso dos recursos requeridos para a acumulação de capital e para a produção corrente.

No pensamento da CEPAL, o desenvolvimento econômico é visto como um processo que enfrenta obstáculos estruturais internos e externos. A idéia do estrangulamento externo como limite ao processo de industrialização é bastante conhecida (vide Tavares, 1972)(10). Apóia-se na hipótese de que um crescimento muito lento (eventualmente queda) da demanda por produtos primários, conduz a uma deterioração dos termos de troca contra os países primário-exportadores e a uma estagnação da capacidade para importar. Combinada com a hipótese de requisitos técnicos de importação para promover o crescimento, chega-se a idéia do estrangulamento, que assim aparece no Estudio Económico de América Latina - 1949: "Por donde resulta fácil ir comprendiendo ahora la razón de ser de ciertas tendencias hacia el desequilibrio crónico del balance de pagos, que se observan en algunos de esos países, empeñados en aumentar la productividad y elevar el nivel de vida de la población. Porque las exportaciones son en tal caso insuficientes para hacer frente a las exigencias de dicho desarrollo. En otros términos, la capacidad para importar no crece paralelamente a la necesidad de importar." (Prebisch, 1973, p.10)

Embora menos associada ao pensamento da CEPAL, a idéia de que a insuficiência de poupança constituía um dos obstáculos internos ao crescimento também estava presente nos trabalhos da instituição (11). E a associação entre esta restrição e o estrangulamento externo era concebida em termos semelhantes à que viria a ser formalizada no modelo de dois hiatos: "La formación interna del ahorro indispensable para acumular este capital encuentra dificultades muy serias en la mayor parte de estos países; a lo cual se agrega una limitación no menos importante: para transformar ese ahorro en importaciones de bienes de capital, los cuales, en elevada proporción, han de traerse de los grandes centros industriales." (Prebisch, 1973, p.5). (12)

Furtado (1971) desenvolve um raciocínio semelhante ao abordar a questão da estagnação: "numa economia estagnada do tipo que estamos considerando, existe margem de capacidade ociosa em diversos setores produtivos, sem que se possa aproveitar essa margem à falta de complementaridade dos setores ociosos ou em razão de pontos de estrangulamento localizados em setores básicos. Uma maior flexibilidade das importações e uma adequada orientação dos investimentos podem criar condições para a utilização da capacidade previamente ociosa". E conclui que esta "ação pelo lado da oferta não removerá todos os obstáculos ao desenvolvimento...Parte dos recursos que alimentam o consumo dos grupos de altas rendas teria que ser incorporada ao processo de formação de capital. Trata-se portanto de conjugar uma modificação no perfil da procura global com uma elevação da taxa de poupança." (Furtado, 1971, p.262)

O papel do capital estrangeiro para aliviar estas restrições era visto com cautela pela CEPAL. Um certo ceticismo em relação a esta contribuição levava Prebisch (como também Kalecki, 1977, p.156-59) a considerá-lo apenas como um recurso a ser utilizado transitoriamente. Para enfrentar, de forma definitiva o problema do estrangulamento, caberia recorrer a iniciativas como: a limitação do consumo das classes de renda elevada, para promover a elevação da taxa de poupança; incentivo as exportações de produtos industrializados, integração do mercado latino-americano, e defesa da relação de preços de intercâmbio como meios de fortalecer a capacidade de geração de divisas (Prebisch, 1968, p.43 e 107-8).

Porém, num período intermediário se considera que "é necessária a contribuição temporal de recursos internacionais, até que a substituição e o aumento das exportações permitam o emprego interno e externo da maior reserva que se obtenha através da limitação do consumo... Tudo isto é indispensável para que se possa tornar efetivo o potencial de poupança, bem como para aumentá-lo, pois existe geralmente nos países latino-americanos essa capacidade produtora sem utilizar, que não se aproveita devido a fatores de estrangulamento interno e externo"(Prebisch, 1968, p.44)(grifos meus). Esta proposição é a própria essência da análise de dois hiatos, embora temperada com maior reticência em relação ao financiamento externo do que nos textos típicos dessa linhagem de modelos.

Num dos textos fundamentais da teoria dos dois hiatos, Chenery e Strout (1966) tratam o aporte de capitais externos como um instrumento capaz de suprir a deficiência e alguns dos recursos que limitam o

crescimento. Ao fazê-lo permite um nível mais elevado de investimento e de expansão do produto, viabilizando assim o aproveitamento dos recursos domésticos ociosos. Nas palavras dos autores: "By relieving these constraints, foreign assistance can make possible fuller use of domestic resources and hence accelerate growth. Some of the potential bottlenecks - of skills, savings, or foreign exchange - can be temporarily relaxed by adding external resources for which current payment is not required. More efficient use can then be made of other resources, so that the growth of total output may be substantially higher than would be permitted by the rate of increase of the most restrictive domestic factor." (Chenery e Strout, 1966, p. 681).

O modelo de dois hiatos elege a escassez de divisas e a de poupança como os dois limites mais importantes ao crescimento econômico. Esses dois hiatos são independentes, no sentido de que um não é redutível ao outro. Também não é possível substituir um dos fatores pelo outro. O ingresso de capitais externos, no entanto, pode suprir a carência de qualquer um deles. Vejamos sucintamente como.

Recursos externos para fechar o hiato de poupança

Pela identidade básica das contas nacionais, temos que:

$$Y = C + I + (X - M), \quad (1)$$

onde Y representa o PIB, e $(X - M)$ o saldo nas transações com mercadorias e serviços "não fatores", isto é, o saldo das transações reais.

O financiamento do investimento doméstico é dado por:

$$(Y - C) + (M - X) = I. \quad (2)$$

E, representando a poupança interna ($Y - C$) por S_i , e as transferências financeiras do exterior(13) por T , podemos escrever:

$$S_i + T = I, \quad (3)$$

Dividindo-se ambos os termos pelo produto, e denotando com letras minúsculas as variáveis como proporção do PIB, temos então:

$$s_i + t = i. \quad (4)$$

A expressão (4) significa que, tomando a taxa de poupança interna como um parâmetro, a elevação da taxa de investimento requer um aumento das transferências financeiras (14) como proporção do PIB.

O hiato de poupança é o mais universal dos obstáculos ao crescimento. Não constitui uma marca do subdesenvolvimento; e nem se requer nenhuma característica estrutural particular para que uma economia se defronte com esta restrição. Basta que a taxa de poupança seja inferior à taxa de investimento requerida (dada a relação capital/produto) para alcançar o ritmo de crescimento desejado(15). A aceitação desta restrição ao crescimento tornou-se bastante generalizada, tendo ganho uma versão bastante popularizada na conhecida fórmula do modelo Harrod-Domar, que apresenta a taxa máxima de crescimento (g) de longo prazo de uma economia como determinada dada a relação capital/produto (k) pela taxa de poupança (s):

$$g = s/k, \quad (5)$$

que no caso de uma economia aberta, se transforma em:

$$g = (s_1/k) + (i/k) \quad (t) \quad (6)$$

Cabe notar, entretanto, que o diagnóstico de um limite de poupança - superável por meio do financiamento externo - ao crescimento só faz sentido quando referido a uma economia que se encontre operando à plena capacidade. Apenas neste caso, o aumento do nível de investimento supõe também uma elevação da taxa de investimento, e portanto das taxas de poupança.

Havendo capacidade ociosa, a relação (4) acima precisa ser redefinida. Chamando a razão entre o produto efetivo e o potencial, Y/Y^* , de u (grau de utilização da capacidade), podemos multiplicar a equação (4) por u , obtendo as variáveis como proporção do produto potencial:

$$S_1/Y^* + I/Y^* = I/Y^*$$

ou

$$s_1 \cdot u + i \cdot u = i \cdot u \quad (7)$$

Em (7), a taxa de investimento como proporção do produto potencial ($i \cdot u$) pode se elevar por meio de um aumento do nível de investimento (I), que provoca um aumento dos níveis de renda (Y) e de utilização da capacidade (u) (16). De maneira que, embora a taxa de investimento ($i = I/Y$) possa se manter constante, o investimento como proporção do produto potencial, $i \cdot u (= i \cdot Y/Y^*)$, se eleva em função do aumento de u . Igualmente, mesmo com a constância da taxa de

poupança ($si = S_i/Y$), si aumenta com a elevação de u . Enquanto houver capacidade ociosa, o investimento gera sua própria poupança (sem alterar a propensão a poupar)(17), e o crescimento da economia não fica restrito por um hiato de poupança. Mesmo nestas circunstâncias, o ingresso de capitais externos poderia ser necessário para elevar a taxa de crescimento, bastando, para isso que a economia estivesse submetida a uma restrição de divisas, conforme se define a seguir

Recursos externos para fechar o hiato de divisas

A ocorrência de um hiato de divisas, ao contrário do de poupança, depende da existência de condições estruturais particulares, normalmente associadas a um baixo nível de desenvolvimento das forças produtivas de uma economia. Supõe ademais rigidez estrutural, coeficientes fixos, fatores específicos.

Tipicamente, uma economia sujeita a uma restrição de divisas é aquela que, por ter uma estrutura produtiva caracterizada por um reduzido grau de diversificação e grande atraso tecnológico, é vítima de uma dupla dependência: a) necessita importar em larga escala os bens de capital requeridos por seu processo de acumulação, e os insumos indispensáveis à manutenção do nível de suas atividades correntes; b) depende das flutuações da demanda internacional por uns poucos produtos que compõe o grosso de sua pauta de exportações, para garantir as divisas para o pagamento de suas importações. Uma economia deste tipo vê-se frequentemente numa situação em que a sua taxa de investimento possível não está limitada nem pelas expectativas dos empresários em relação à eficiência marginal do capital, nem - caso a

disposição para investir seja virtualmente ilimitada as taxas de juros correntes- por seu potencial de poupança. Sua taxa de investimento encontra-se travada, isto sim, pela incapacidade de gerar as divisas necessárias a importação das máquinas e equipamentos requeridas pela acumulação produtiva de capital.

Quando uma economia que se enquadra nas características acima descritas enfrenta um desequilíbrio grave no seu balanço de pagamentos (em decorrência, por exemplo, de uma restrição da oferta de crédito internacional, ou por uma queda nas cotações de seus produtos de exportação), o custo da eliminação do deficit é uma prolongada recessão. Com efeito, na impossibilidade de aumentar as exportações, a única maneira de melhorar a balança comercial, de forma a eliminar o deficit do balanço de pagamentos, fica sendo o corte de importações. E como estas são constituídas por bens não produzidos domesticamente, e imprescindíveis ao processo de acumulação, torna-se inevitável um corte na taxa de investimento. Dito de outra maneira, a rigidez do coeficiente importado obriga a que o corte das importações seja obtido por meio de reduções no nível de produto e da formação de capital. Uma economia atrasada, carente de recursos, pode experimentar assim uma queda dos investimento em meio a uma sobra de poupança (potencial).

O ingresso de capitais externos poderia ser então extremamente eficaz por permitir, em simultâneo, a importação das máquinas e equipamentos requeridos, e a mobilização da poupança doméstica potencial que de outra forma não chegaria a se materializar (v. McKinnon, 1979, pp. 286-287). O ingresso de recursos externos para fechar o hiato de divisas funciona assim como uma espécie de

"externalidade" já que viável varia também a aquisição de bens de capital, insumos e mão de obra domésticos, que não poderiam ser colocados (rentavelmente) em operação, na inexistência dos bens de capital importados.

Supondo que no processo de investimento guarda-se uma relação de complementaridade técnica entre bens de capital importados e produzidos domesticamente, e notando-se por "a" o requisito de equipamentos importados por unidade de produto, por "x" o nível máximo de exportações (como proporção do PIB) permitido pela demanda externa, e por "mo", as importações que não bens de capital como proporção do PIB, podemos representar o limite de divisas ao crescimento por meio da seguinte expressão(18):

$$g = (e/a) + (1/a) \cdot (t) \quad (18)$$

onde $e = x - mo$

A equação mostra que, na ausência de transferências externas, a taxa de crescimento máxima do produto é determinada pela demanda internacional pelas exportações do país e pelo requisito de bens de capital importados por unidade de produto. Quanto mais elevado o nível possível de exportações líquidas (e), maior a capacidade para importar bens de capital, e portanto mais alta a taxa de investimento e de crescimento alcançáveis. O ingresso de capitais externos amplia a capacidade para importar, e portanto para crescer: para cada ponto percentual a mais de "t", a taxa de crescimento pode elevar-se de $1/a$ pontos percentuais.

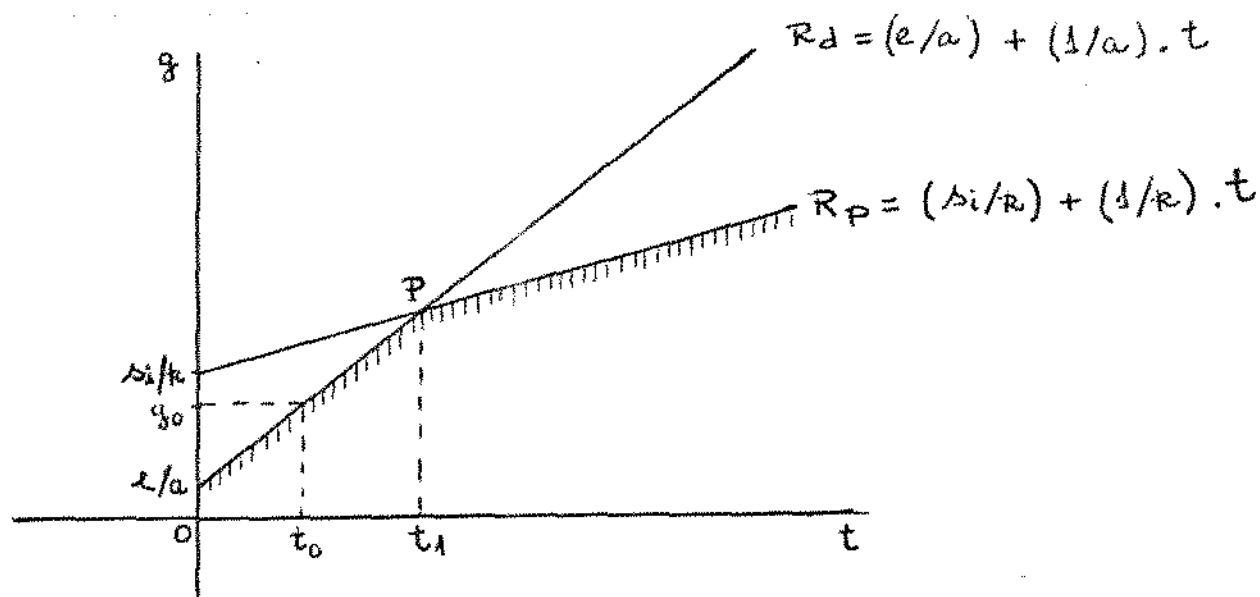
Como a restrição de divisas é determinada de uma forma independente (por fatores distintos) da restrição de poupança, as taxas máximas de crescimento permitidas pelos dois limites só se igualarão por coincidência. Assim, se a taxa de crescimento máxima permitida pela capacidade de geração de divisas ficar aquém daquela facultada pela restrição de poupança, isto é, se

$$(e/a) + (1/a) \cdot (t) < (s_i/k) + (1/k) \cdot (t),$$

então o crescimento efetivo terá que se restringir ao mais baixo dos limites: a economia estará submetida a uma restrição de divisas, e não logrará expandir-se ao longo da trajetória permitida pela sua capacidade interna de gerar poupança. O gráfico a seguir, bastante conhecido, mostra as taxas de crescimento possíveis, para diferentes

GRÁFICO 3

Restrições de Poupança e Divisas ao Crescimento



volumes de transferências de recursos externos (como proporção do PIB), tendo em conta os dois tipos de limite, estabelecidos a partir das equações 6 e 8.

As hipóteses do modelo implicam que a reta de restrição de divisas (R_d) seja mais íngreme do que a de poupança (R_p). Com efeito, sendo a relação incremental capital/produto (k), igual a soma dos coeficientes de capital doméstico e importado ($a + b$), e sendo estes obviamente positivos, verifica-se que $k > a$ e portanto o coeficiente angular da primeira função é superior ao da segunda ($1/a > 1/k$). Por outro lado, é bastante razoável supor (embora não seja necessário) que a interseção da reta de divisas com o eixo dos y seja mais baixa do que a da restrição de poupança, como no gráfico. Ou seja, que o teto de divisas seja o mais baixo num intervalo relevante de variação de t (de 0 até t_1), e que o teto de poupança só se torne relevante para níveis elevados de t (superiores a t_1). Assim sendo, as duas retas se cruzam, com o teto de poupança substituindo o de divisas como restrição relevante ao crescimento, a partir de determinado nível de transferências financeiras do exterior (t_1).

Note-se que a possibilidade de que a reta de restrição de divisas intercepte o eixo dos y bem abaixo da restrição de poupança é tão maior quanto mais baixo o valor de "e", e mais elevado o de "a", o que faz das economias menos desenvolvidas as vítimas óbvias da restrição de divisas. Isto significa, por outro lado, que estando a economia restrita por um hiato de divisas, como no caso de uma transferência financeira igual a t_0 no gráfico acima, um potencial de geração de poupança estará sendo desperdiçado; ou seja, recursos reais

mobilizáveis estarão ociosos, e a economia estará numa rota de crescimento sustentado abaixo do potencial.

Cabe aqui assinalar uma importante assimetria. Observamos que o crescimento limitado pela escassez de divisas implica operar com uma sobra de poupança potencial, o que caracteriza uma situação de desperdício(19). Quando a economia se vê crescendo no limite das suas possibilidades de poupança (e abaixo do teto de divisas), contudo, a sobra potencial de divisas não revela um aproveitamento ineficaz de recursos. É verdade que neste caso a capacidade para gerar divisas ($e + t$) é superior a necessidade de moeda estrangeira para cobrir o mínimo, tecnicamente requerido, de importações de bens de capital para garantir o crescimento. Mas que destino teria esta sobra? Dois tipos de uso podem ser dados ao excedente de divisas: uma redução das exportações abaixo do permitido pela demanda externa, redirecionando o excedente para o mercado doméstico; um aumento das demais importações (além do requerido tecnicamente para o crescimento). Em qualquer um deles, o potencial produtivo doméstico mantém-se plenamente utilizado(20).

Uma consequência relevante da assimetria acima assinalada, é que a absorção de recursos externos é muito mais eficaz para alavancar o crescimento quando a economia se encontra submetida a uma restrição de divisas do que quando se encontra restrita por um limite de poupança (21). No primeiro caso, o ingresso de moeda estrangeira, além de permitir o aumento do investimento correspondente às importações adicionais de bens de capital, descongela o potencial de poupança anteriormente inerte. Em termos formais, esta conclusão pode ser

derivada da inclinação mais íngreme da reta de restrição de divisas ($1/a > 1/k$), indicando uma maior sensibilidade da taxa de crescimento ao ingresso de capitais externos (t) ao longo desta reta.

Em suma, o modelo de dois hiatos parte de hipóteses estruturalistas - coeficientes fixos, economias de escala, restrições tecnológicas, limitações da demanda externa - (22) para representar uma situação em que dois tipos de recursos escassos podem representar limites alternativos ao crescimento. Admite que o ingresso de capitais externos pode aliviar tanto a restrição de divisas quanto a de poupança. Põe em evidência que a primeira delas é mais grave, porque um estrangulamento cambial leva a economia a subutilizar seu potencial de geração interna de poupança. Se, contudo, o fator mais escasso é a poupança, as exportações líquidas ficam abaixo do possível, mas isso não implica ociosidade de recursos. Exatamente por esta razão, as transferências externas constituem um instrumento mais potente para a elevação do ritmo de crescimento doméstico quando a economia se encontra submetida a uma restrição de divisas.

4.2.2-Transferência e crise fiscal: o terceiro hiato

Dadas as características acima apontadas, é teoricamente possível estender o modelo pela incorporação de outros hiatos que possam estabelecer, em determinadas circunstâncias, um limite mais estreito ao crescimento do que o permitido pela mais baixa das restrições anteriores. Para que tenha a mesma natureza restritiva dos demais, qualquer outro fator escasso deve ser independente dos dois primeiros,

não sendo possível substituí-los pelos recursos mais abundantes. Sua origem deve estar pois associada a coeficientes fixos. O novo estrangulamento deve poder ser aliviado pela entrada de fundos externos, caso em que tornaria possível o uso dos recursos ociosos, e a elevação da taxa de crescimento da economia.

A partir da constatação de que "para vários países altamente endividados de renda média (o Brasil seria o exemplo óbvio), a principal fonte de dificuldades - em relação ao crescimento e à inflação - advém das limitações orçamentárias do governo, e não da escassez de divisas ou de uma restrição de poupança global", Bacha (1989) construiu um modelo de três hiatos, através da incorporação de uma restrição fiscal.

O orçamento governamental pode ser pensado como um ponto de estrangulamento do processo de crescimento na medida em que a poupança pública seja insuficiente para financiar um determinado nível de investimento público, compatível com o crescimento permitido pelo segundo recurso mais escasso (suponhamos que seja o de poupança). Para entender a especificidade deste novo hiato, tomemos a equação (4) e introduzamos o governo por meio de uma decomposição das taxas de poupança e de investimento internos em privados e governamentais. O financiamento do investimento (como proporção do PIB) pode então ser representado como:

$$sp + sg + t = ip + ig \quad (9)$$

Observe-se em primeiro lugar que se o investimento privado e o governamental fossem substitutos um do outro, a brecha fiscal se

reduziria a de poupança. Bastaria que i_p e i_g se adaptassem às proporções de s_p e s_g , para maximizar a utilização da poupança doméstica. Isto, evidentemente na suposição de que o investimento não encontre outros limites (por exemplo, a incerteza) que o de poupança. Para exemplificar, suponha-se uma queda da taxa de poupança do governo. Desde que compensada por um igual aumento da taxa de poupança privada(23), poderia ocorrer o ajuste do lado direito da equação, através de um avanço do investimento privado sobre o terreno abandonado pelo setor público, de forma que o investimento total, e o crescimento do produto potencial da economia, não seriam afetados.

Mas, mesmo que os investimentos público e privado guardassem uma relação de complementaridade, bastaria que s_p e s_g fossem substituídas uma da outra, para que novamente o hiato fiscal se tornasse redutível ao de poupança. Concretamente, se o governo, ao se defrontar com o problema de insuficiência de poupança própria para fazer face aos seus planos de investimento, pudesse contorná-lo por meio da colocação de títulos que captassem o excedente de poupança do setor privado, a massa total de poupança gerada poderia se moldar a qualquer composição a taxa de investimento. Em outras palavras, Tivesse o governo a possibilidade de absorver todo o excesso de poupança sobre o investimento privado, o único limite para o investimento público (na ausência de restrição de dívida) seria a poupança total. Portanto, não seria possível isolar uma restrição fiscal, independente da de poupança.

Assim sendo, para conciliar o hiato fiscal, sem torná-lo redundante em relação ao de poupança, Bacha lançou mão de duas

hipóteses cruciais: a primeira, de que há uma estreita complementaridade entre os investimentos público e privado (a indução deste por aquele corresponde a um "crowding in"); a segunda, de que o governo não tem meios para financiar o excesso de seu investimento sobre a poupança através da colocação de títulos de longo prazo, sendo para isso obrigado a recorrer ao chamado imposto inflacionário.

O desdobramento do modelo tem em conta o fato de que também a coleta de imposto inflacionário é um recurso limitado, visto que, a partir de certo nível de inflação, a contração dos saldos monetários reais (base de incidência do imposto inflacionário) mais do que compensa o aumento da taxa de inflação (aliquota do imposto inflacionário)(24). Estabelecido assim um teto para o investimento público, fica também contido o investimento privado. Dados esses passos, as conclusões típicas do modelo de dois hiatos fluem naturalmente das premissas adotadas. E em particular, o aumento das transferências externas (ou a redução da transferência para o exterior) poderia, via alívio da restrição fiscal, promover uma elevação da taxa de crescimento.

Há contudo um problema na adoção conjunta das duas hipóteses cruciais - indução do investimento privado pelo público e ausência de fontes de financiamento de longo prazo para o governo - que justificam a existência de um hiato fiscal. Como reconhece Bacha, "a experiência recente de países latino-americanos com inflação elevada sugere também que a influência do investimento público sobre o privado seja uma função decrescente da taxa de inflação" (Bacha, 1989, p.218). Por outro lado, a incapacidade do governo de se financiar adequadamente, com

títulos de longo prazo, é uma função crescente da taxa de inflação. Ou seja a mesma inflação alta, que anula uma das hipóteses e a pré-condição para a validade da outra

Na verdade, o problema que acabamos de apontar não chega a constituir uma inconsistência teórica. De fato, caso a impossibilidade de financiamento do governo se devesse ao baixo nível de desenvolvimento do mercado financeiro doméstico (como é certamente o caso de muitos países em desenvolvimento, e como sugere Bacha (1989,p.230), o hiato fiscal, da maneira acima definida, poderia constituir o teto mais baixo para o crescimento. O problema, evidentemente, é admitir que isto seja verdadeiro no caso do Brasil. Neste país, não parece haver dúvida de que, não faltando sofisticação ao mercado financeiro doméstico, a ausência de crédito de longo prazo para o setor público é um subproduto da inflação altíssima e descontrolada.

4.2.3- Outros hiatos

Uma alternativa de terceira restrição, mais adequada ao caso brasileiro, seria a de um "hiato de confiança"(25). Estando o investimento restrito por incertezas descomuns a respeito do rendimento futuro dos ativos em decorrência de um processo inflacionário crônico (independentemente de suas origens), e de reviravoltas políticas ou de política econômica, então o baixo nível de formação de capital não é explicável por um hiato da mesma natureza daqueles que foram anteriormente discutidos. Uma redução das transferências ao exterior (ou aumento das transferências para o país)

não teria, "em si", nenhuma influência garantida sobre a taxa de crescimento (26), de maneira que a restrição de confiança ao crescimento poderia ser representada como uma linha horizontal no gráfico acima - não seria possível fazer qualquer associação quantitativa do tipo "x" pontos percentuais a mais de transferências externas permitiriam "y" pontos percentuais a mais de crescimento. Apenas na medida em que a inversão nos fluxos de capitais viesse junto com mudanças substantivas nas variáveis geradoras da incerteza, e contribuíssem para consolidar o estado de confiança, é que poderiam contribuir significativamente para suspender a restrição de investimento (através de um deslocamento para cima da reta de restrição).

Giambiagi e Amadeo (1990) adotam uma perspectiva semelhante, quando introduzem a restrição de demanda como um terceiro limite. Retiram conclusões importantes para o debate sobre a política de ajustamento no Brasil. Argumentam, por exemplo, que quando o investimento está restrito pela demanda, políticas sugeridas por diagnósticos baseados na escassez de divisas ou poupança - voltadas para a elevação da taxa de poupança, expansão das importações, ou redução das exportações - contribuem negativamente para o crescimento. Embora concordando com o argumento e várias de suas conclusões, acredito que a restrição de demanda não pode ser tratada nos moldes dos problemas clássicos de insuficiência de demanda efetiva. É isto porque o aumento da incerteza e a queda dos investimentos estão associados à explosão dos preços e quebra de confiança no governo, e não a um quadro deflacionário e de finanças públicas ortodoxas. Muito

mais complexo que este último, o quadro das economias latino-americanas da década de 80 não é corrigível pelas terapias keynesianas clássicas, apesar de ter na queda da demanda de investimento um de seus traços característicos.

NOTAS:

(1) Cohen (1978, pp. 28-34) distingue os dois primeiros tipos de custos, a saber, o permanente e o transitório.

(2) Para uma discussão de custos adicionais associados a execução de políticas de redirecionamento do dispêndio em países menos desenvolvidos, vide Cooper (1971) e Krugman e Taylor (1978). O ônus da recessão foi tratado em inúmeros textos a propósito da experiência de ajustamento da América Latina nos anos 80, sendo exemplos Hacha (1983), e CEPAL (1986, p.17).

(3) "The continuing cost of adjustment reflects the loss of the benefit of disequilibrium. It is not really an economic cost in the sense of a loss of global welfare; rather, it is an economic cost only to some countries, offset by equivalent gains to others." (Cohen, 1978, p. 29). Na análise de Cohen, contudo, a absorção significa não apenas os gastos domésticos em bens e serviços (como usualmente se entende) mas também os investimentos autônomos em ativos externos. Portanto um país deficitário seria aquele com déficit no balanço de pagamentos global, enquanto que no presente texto uma economia deficitária é aquela que apresenta um valor negativo nas contas de mercadorias e serviços "não fatores", isto é, que opera com um hiato de recursos reais.

(4) Digo que existe um ônus apenas em princípio, porque a queda da absorção é proporcional, mas não necessariamente absoluta. Se a nova situação representar um maior dinamismo para a economia, esta queda proporcional pode ser compatível com níveis absolutos mais elevados de absorção (vide Castro e Souza, 1985 pp. 167-168). Economias cujo dinamismo está associado a elevados níveis de exportação e de superávits com o exterior, como Japão e Alemanha, podem, por exemplo, desfrutar de um enorme benefício desta situação. Além disso, é preciso notar que neste caso há uma acumulação de riqueza externa líquida, o que permite ainda ganhos adicionais futuros em termos de absorção.

(5) Neste sentido é preferível usar a expressão saldo de transações reais a transferência de recursos reais ao exterior para designar o saldo em mercadorias e serviços não fatores. O termo transferência sugere a idéia de ausência de contrapartida, e portanto pode levar a uma não percepção do benefício derivado do aumento dos ativos externos (ou redução do passivo externo) associado ao superávit em transações reais.

(6) Vide item 4.2.1 a seguir. Na tradição do pensamento cepalino, o mesmo fenômeno era cunhado com a expressão estrangulamento externo.

(7) A expressão "sobreajustamento" está aqui empregada no sentido de um esforço adicional de ajustamento para produzir um mesmo resultado em termos de balanço de pagamentos (vide a respeito, Castro e Souza,

1991). A mesma expressão já foi usada para referir-se a um ajustamento mais profundo do que o que teria que ser realizado em condições normais de financiamento externo, dada a maior dimensão da mudança requerida no balanço de pagamentos: "además de efectuar el ajuste "normal" que exigía la corrección de los excesivos déficits de cuenta corriente en que habían incurrido numerosos países latinoamericanos en los años que precedieron a la crisis, ellos debieron llevar a cabo una especie de "sobreajuste" para hacer frente a las consecuencias de la conducta procíclica seguida por los bancos comerciales internacionales..."(CEPAL, 1986, p.17).

(8) Um exemplo é a acentuada sensibilidade das exportações brasileiras a desvalorizações cambiais na década de 80, em contraste com o quadro imperante na década de 50, quando o café representava mais de 50% da pauta de exportações, e a base industrial ainda era razoavelmente restringida.

(9) Vide Chenery e Bruno(1962), Chenery e Strout(1966), Mackinnon(1979), e Bacha(1982).

(10) Como argumenta Tavares(1972,p.35-38 e 42-44), o estrangulamento é, alternadamente, motor e freio do processo de industrialização por meio da substituição de importações. Porém, quando adquire um caráter absoluto, isto é, quando a capacidade para importar fica estancada ou declinante, é praticamente inevitável que o processo de industrialização seja interrompido.

(11) A questão da poupança aparece sempre nos trabalhos de Prebisch. Em geral a insuficiente capacidade de poupança é associada ao excessivo consumo, de bens superfluos, das camadas de renda mais elevada da população (vide Prebisch,1968,p.42-3). Kalecki, economista polonês que tinha afinidades com a CEPAL, também considerava - apesar de ser um dos formuladores da abordagem da demanda efetiva - que, no caso das economias atrasadas, a capacidade de poupança constituía um dos obstáculos centrais ao desenvolvimento econômico (vide Kalecki,1977, especialmente p.107-8), e que o capital externo poderia aliviar o problema: "a quantia de poupança interna para financiar o investimento é reduzida pelo montante total de importação de capital, e, assim, as pressões inflacionárias são correspondentemente suavizadas" (Kalecki, 1977,p.154). Tavares (1972) discrepa desta visão ao resumir os obstáculos internos a: dimensão e estrutura dos mercados nacionais, natureza da evolução tecnológica, e constelação dos recursos produtivos.

(12) Ou ainda, como aparece anteriormente, em texto do início dos anos 60: "Sem dúvida, o problema de acelerar o ritmo de desenvolvimento não seria resolvido com esta drástica compressão do consumo para aumentar a poupança, uma vez que seria também necessário transformar esse capital de reserva em bens de capital. Aqui deparamo-nos com outro obstáculo enorme, nos países latino-americanos. Com efeito, não dispomos em grau suficiente de capacidade interna

produtora destes bens como de capacidade para importá-los." (Prebisch, 1968, p. 43-4).

(13) Transferências financeiras são aqui entendidas no sentido líquido, isto é, como o ingresso líquido de capitais (autônomos e compensatórios) menos a renda líquida enviada ao exterior, igualando-se, assim ao saldo de transações reais com sinal contrário. Diferem assim tanto do conceito de poupança externa que equivale ao déficit em transações correntes (igual, por definição, ao ingresso líquido de capitais autônomos e compensatórios), quanto do de transferência de recursos ("bruta" de reservas), que equivale ao ingresso líquido de capitais autônomos menos renda de capitais, e de transferências líquidas (Vide apêndice 2.1).

(14) No conceito adotado na nota 13 e no apêndice 2.1. Note-se que se o país tomar emprestado e acumular reservas ele não estará financiando um hiato de recursos reais, e portanto o aporte de capital externo não estará financiando o investimento doméstico. Mas note-se que neste caso, o país, ao acumular reservas, estará adquirindo ativos financeiros externos, ou seja, estará emprestando ao exterior, de maneira que não ocorrerá uma transferência no sentido aqui definido.

(15) É evidente que países de baixo nível de renda per capita estão mais sujeitos a verem seu crescimento restrito por uma escassez de poupança do que países de renda mais elevada. Mas a diferença entre os países é, neste caso, apenas de grau.

(16) O aumento da renda será superior ao do investimento, de acordo com o multiplicador para uma economia aberta, e o suficiente para que o aumento da poupança se iguale ao do investimento. Note-se que também a poupança externa deve sofrer um aumento absoluto - se houver financiamento externo, é claro, pois se não houver terá que ocorrer um ajustamento -, na medida em que X seja tomado como exógeno e $M = m.Y$. Não havendo financiamento externo, toda a acomodação se fará por expansão da poupança doméstica.

(17) É verdade que, mesmo não havendo capacidade ociosa, o investimento pode, a curto prazo, gerar sua própria poupança. Mas isso seria obtido ao custo de uma elevação forçada da propensão a poupar, o que - na ausência de uma política fiscal adequada - se faria provavelmente por meio de uma aceleração inflacionária.

(18) Com a capacidade plenamente utilizada, temos:

$dY = I_f/a = I_d/b$, onde "a" e "b" são, respectivamente, os requisitos de bens de capital importado e doméstico por unidade de produto, e I_f e I_d a parcela do investimento com bens de capital importados e domésticos, respectivamente.

$$I = I_f + I_d = a.dY + b.dY = (a+b).dY$$

Dividindo por Y, chega-se a:

$$g = dY/Y = (I/Y)/(a+b) = i/(a+b).$$

E decompondo-se a taxa de investimento nas parcelas realizadas com bens de capital doméstico (i_d) e importados (i_f), chega-se a:

$$g = i_d/(a+b) + i_f/(a+b).$$

O balanço de pagamentos pode ser escrito como:

$$e - i_f + t = 0, \text{ ou}$$

$$i_f = e + t$$

E substituindo esta última expressão na taxa de crescimento tem-se que:

$$g = i_d/(a+b) + (e+t)/(a+b).$$

É dado que $i_d = b.g$ (note-se que $I_d = b . dY$, bastando pois dividir ambos os termos por Y):

$$g = b.g/(a+b) + (e+t)/(a+b), \text{ ou}$$

$$g(a/(a+b)) = (e+t)/(a+b)$$

E, finalmente:

$$g = (1/a) (e+t) = (e/a) + (1/a) . (t)$$

(19) É uma situação análoga à que enfrenta uma economia que, no contexto do curto prazo, está operando abaixo do pleno emprego devido a um baixo nível de investimentos associado a expectativas desfavoráveis quanto ao futuro. Em tais circunstâncias, a economia gera um nível de renda, e portanto também uma poupança, abaixo do seu potencial.

(20) Testemos a alternativa de não consumir o excedente potencial de divisas: caso as exportações se mantivessem no nível máximo possível, e as importações no nível mínimo requerido, o país acumularia reservas, e a transferência líquida não se concretizaria, de maneira que menos poupança externa seria absorvida, e menor seria o crescimento.

(21) Esta é aliás uma das conclusões mais interessantes do modelo de Chenery. Vide Mackinnon (p.286-27).

(22) Uma visão neoclássica do problema exclui tais restrições, admitindo que há sempre possibilidades de substituição na produção, tanto para aumentar exportações como para a substituição de importações, de tal maneira que o hiato de divisas pode ser descartado como relevante (vide Williamson, 1983, p.279).

(23) Ocasionada, por exemplo, por um aumento das transferências do governo ao setor privado. Note-se que neste caso a parcela do setor privado na renda interna aumentaria, de maneira que sua taxa de

poupança (medida como proporção do PIB) se elevaria, mesmo que sua propensão a poupar (a partir da sua renda) se mantivesse constante.

(24) Entra em operação o mecanismo da curva de Laffer, fazendo com que qualquer tentativa adicional de aumentar a arrecadação se frustre.

(25) Blejer e Ize (1989) defendem este ponto de vista, ao descartarem as hipóteses de brecha de divisas e poupança para os países mais desenvolvidos da América Latina, propondo a existência de um hiato de investimento. Não concordo, contudo, com a generalização feita pelos autores, apontando a qualidade da política econômica como fator originário da contração do investimento.

(26) Como bem mostram os casos das moratórias argentina de 1988-91, e brasileira de 1989-91.

5 AS INTERPRETAÇÕES CORRENTES SOBRE O PROBLEMA DA DÍVIDA E O PROCESSO DE AJUSTAMENTO BRASILEIRO

No capítulo anterior discutiu-se, no plano teórico, os impactos de uma redução das transferências externas sobre o processo de crescimento. Passemos agora ao nosso objeto concreto.

A economia brasileira sofreu, no período 1983-90, uma redução de 6 pontos percentuais do PIB, de transferências do exterior, quando comparada a situação dos anos 70. O fato de que a década de 80 também testemunhou a mais profunda crise econômica atravessada pelo país neste século, produziu, naturalmente, uma vasta literatura buscando os vínculos entre a crise da dívida, a recessão e a alta inflação.

Com o distanciamento histórico que o momento atual permite, a avaliação da questão acima, que será desenvolvida nos próximos capítulos, conduz à conclusão de que houve uma superestimativa do papel das transferências na explicação da complexa crise dos anos 80 (1). Mas também aponta problemas resultantes da transferência que os adeptos da hipótese do saldo estrutural (entre os quais o autor desta tese) subestimaram.

No presente capítulo procurarei reconstituir os principais argumentos da visão mais frequente sobre as relações entre a dívida, o ajustamento e a crise econômica, procurando organizar e dar unidade as proposições, a partir das teorias discutidas nos capítulos anteriores (2). Nos capítulos seguintes, buscarei confrontar esses argumentos com a prática da política de ajustamento nos anos 80 e seus resultados

Por fim tentarei rever a hipótese do saldo estrutural também à luz das evidências e do debate.

5.1- Dívida Externa: Um Problema em Busca de uma Formulação

A crise da dívida foi percebida originalmente, pela maior parte dos analistas, como constituindo um problema de divisas para o Brasil. Considerava-se que a geração de superávits compatíveis com o equilíbrio em transações correntes implicava uma forte redução de importações imprescindíveis à produção corrente e ao investimento. E mais, predominava um "pessimismo exportador", justificado pela depressão dos preços das "commodities" (exceto petróleo, naturalmente) e pela contração do comércio internacional que então se verificava. O ajuste do balanço de pagamentos pressupunha pois a recessão.

O quadro vivido pela economia brasileira assimilava-se ao das demais economias devedoras da América Latina, assim diagnosticado pela CEPAL (1986, P.23): "La limitada capacidad para importar constituye en la actualidad la principal restricción para que se recuperem y crezcan las economías de la región. En rigor, en la mayoría de ellas la escasa disponibilidad de divisas representa hoy una limitación más estricta que la insuficiencia del ahorro interno"(grifos meus). Analisando as contas brasileiras em 1983, a partir de um diagnóstico semelhante, a avaliação de Coutinho(1983, p.50) era de que "a obtenção de superávits comerciais nas magnitudes mencionadas pressupõe, de um lado, uma rápida e vigorosa recuperação da economia mundial nos anos vindouros - superando-se os sérios entraves existentes para a reativação do comércio e da liquidez nos sistema internacional - e, de outro, que o país continue praticando uma política arbitrária de contenção drástica

de suas importações, de forma somente compatível com a continuidade do processo de regressão econômica" (grifos meus) (3).

Os sacrifícios impostos pelo processo de ajustamento, nesse caso, iriam muito além da recessão, incorporando os custos adicionais examinados no capítulo anterior. Uma política cambial agressiva, o aumento dos encargos públicos com subsídios e incentivos, excessivas restrições tarifárias e administrativas às importações, representam um custo para a sociedade, eventualmente assimilado através da aceleração inflacionária.

Creio que esse diagnóstico estava fundamentalmente correto no que se refere à interpretação da primeira fase do ajustamento, entre 1981 e 1982, e parte de 1983. O caminho das exportações encontrava-se interditado pela profunda recessão internacional, e pela crise de balanço de pagamentos que levou ao fechamento de nossos mais dinâmicos mercados (Vide tabela 1 a seguir). Quanto à pauta de importações, havendo sido expurgada de produtos não essenciais nos anos anteriores, e ainda não contando com o benefício pleno da entrada em operação de importantes projetos de substituição de importações, só podia ser comprimida por meio da recessão.

TABELA 1

Exportações Brasileiras por Destino - Efeitos
da Crise Internacional (1981-83)

DESTINO	America Latina		Africa		TOTAL
	Variação	Particip.	Variação	Particip.	
PERIODO	ao ano	no total	ao ano	no total	
1981/76	28.0%	18.0%	35.0%	7.3%	18.0%
1983/81	-30.0%	9.0%	-20.0%	4.9%	-3.0%

Fonte: CADEX, Comércio Exterior - Series Estatísticas(1985)

O diagnóstico da restrição de divisas influenciou decisivamente a negociação da dívida externa, e o debate que se travou sobre as propostas governamentais e suas alternativas. A decisão de centralizar as negociações das dívidas pública e privada no Banco Central pode ser vista como um reflexo do entendimento de que todo e qualquer pagamento de dívida representava um desembolso de divisa, não fazendo diferença se tinha como contrapartida um gasto em cruzeiros do setor público ou do privado. Propostas alternativas que visavam limitar os pagamentos a um determinado percentual das exportações (e não do PIB, ou da arrecadação tributária), promover pagamentos em bens, ou incentivar o

"counter-trade", partiam toda do pressuposto implícito de que o problema consistia na escassez de dólares.

Foi ainda a cristalização dessa visão que levou um grande número de analistas a prever, para 1984, uma recessão ainda pior que a de 1983. Ou então o não cumprimento da meta de um saldo de US\$ 9 bilhões para a balança comercial(4). Até mesmo o governo, por dever de ofício otimista, previa um crescimento nulo para 1984 (BPE, vol 1, p.39). Esse consenso acabou levando a um aporte de dinheiro novo pelos bancos credores de US\$ 6,5 bilhões (na época da contratação considerado insuficiente) que contribuiu, como resultado inesperadamente positivo, para um ganho de reservas de US\$ 7,4 bilhões.

A acentuada recuperação da economia iniciada em 1984 surpreendeu a todos, especialmente porque o superávit comercial de US\$ 13,1 bilhões foi bastante superior a cifra planejada (US\$ 9 bilhões) e considerada inalcançável sem um aprofundamento da recessão. A primeira reação foi interpretar estes resultados como sendo consequência da recuperação da economia norte-americana - e do forte aumento das importações desse país - com seus efeitos de propagação para o resto do mundo. Um exame mais detalhado do ocorrido revelaria, contudo, que tanto a retomada da economia brasileira, como o superávit gerado, constituía fenômeno bem mais complexo. Por um lado, as exportações brasileiras para os EUA haviam crescido bem mais do que as importações totais daquele país, sendo maior ainda a disparidade quando se compara o crescimento global das exportações brasileiras com as importações mundiais (vide tabela 2). Por outro

lado, as importações continuavam declinando, apesar da retomada do crescimento, com o que se contraía ainda mais o coeficiente importado.

TABELA 2

Crescimento das Exportações Brasileiras por Destino, e
das Importações Norte-americanas e Mundiais, em 1984.

Discrim.	Exportações Brasileiras		Importações Mundiais e Norte-americanas	
	Para os EUA	Totais	EUA	Mundo
Manufat.	58.8%	34.7%		7.9%
Total	52.6%	23.3%	26.4%	6.4%

Fontes: Banco Central, BM, jan. 1988; e GATT, IT, 1988, vol. II.

É neste contexto que surge a tese do "saldo estrutural" (vide capítulo 7), segundo a qual o mega-superavit que começa a emergir em 1983/84 não é simplesmente um produto conjuntural da recessão, mas está fundado em mudanças estruturais que reduziram substancialmente o coeficiente importado (minimamente requerido) e ampliaram as possibilidades de exportação. De acordo com essa proposição, formulada fundamentalmente em termos da capacidade operacional de geração de saldos de divisas - refletindo os termos do debate então

predominante -, o problema do estrangulamento externo havia se tornado uma ameaça remota para o país.

As reiteradas demonstrações de capacidade para gerar um elevado valor de exportações líquidas, levaram a uma aceitação bastante generalizada da ideia de que o estrangulamento externo tinha sido afastado. Para alguns, ele teria sido efetivamente superado. Para outros, explícita ou implicitamente, a restrição de divisas havia sido apenas mascarada. Um desajuste interno supostamente derivado de políticas destinadas a garantir a geração do superavit comercial - subsídios, incentivos, repressão tarifária, e desvalorizações reais do câmbio - seria a manifestação da restrição cambial latente. Esta percepção levou, mais adiante, a um diagnóstico de restrição fiscal, em que esta aparece como filha da restrição de divisas.

Descartada a relevância do estrangulamento cambial, o problema da dívida começou a ser tratado como sendo de restrição de poupança. Partindo-se de fórmulas como a da expressão (6) do capítulo anterior, estimava-se os pontos percentuais de crescimento a longo prazo que se perdia, por ter que comprometer parte da poupança interna com o financiamento da transferência de recursos reais ao exterior(5). Este diagnóstico levou a uma redefinição nas propostas brasileiras para a renegociação da dívida, que passaram a ter como meta reduzir as transferências de recursos reais ao exterior a um determinado percentual do produto, de maneira a fixar um limite para parcela da taxa de poupança a ser remetida ao exterior. Subtraída esta fração, a taxa de poupança deveria ser suficiente para financiar um nível de investimento doméstico compatível com o crescimento desejado. Num

documento oficial destinado a fundamentar a posição do governo diante da negociação da dívida (Ministerio de Fazenda, 1987), projetava-se uma "transferência média de recursos reais em torno de 8 bilhões de dólares anuais, cerca de 2 a 2,5% do PIB..." acrescentando-se que "Os recursos liberados pela redução da transferência serão integralmente utilizados na ampliação da taxa de investimento agregado." (Ministerio de Fazenda, 1987, p.17)

É indiscutível que, dada uma determinada propensão a poupar do setor privado e uma estrutura fiscal, a redução das transferências ao exterior (ou aumento das transferências ao exterior) implica uma redução da taxa sustentável de crescimento a longo prazo. Entretanto, a postulação de um vínculo entre a dívida externa e a crise brasileira através de um diagnóstico de restrição de poupança, era pouco convincente, por pelo menos duas razões, que são alinhadas a seguir.

Primeiramente, a existência de margens elevadas de capacidade ociosa e desemprego - traços marcantes da experiência brasileira dos anos 80, exceto pelo curto período de explosão da demanda durante o Plano Cruzado - compromete o diagnóstico de restrição de poupança. Nestas condições econômicas uma redução das exportações líquidas, ao contrair a demanda agregada, agrava a crise interna, em vez de abrir espaço para um maior investimento. Note-se, inclusive, que no ambiente carregado de incertezas em que se têm movido os atores econômicos, o investimento para exportações tem sido provavelmente o componente mais estável da formação de capital, por estar menos vulnerável às vicissitudes da economia doméstica. Esta é mais uma razão para que os vínculos entre exportações líquidas e investimento interno sejam

caracterizadas como de indução ("crowding in") e não, como implícito na ideia de restrição de poupança, de expulsão ("crowding out"). A insistência na expressão exportações líquidas (e não simplesmente exportações) deve-se a que um aumento significativo de importações também teria, no quadro de crise, um efeito depressivo sobre a taxa de investimento. Esta é, aliás, a principal razão pela qual os processos de abertura realizados no contexto de crises de estabilização em geral são fracassados (Vide Sachs, 1988)

Em segundo lugar, mesmo que se tenha como perspectiva o longo prazo, a contribuição da redução das transferências ao exterior para o crescimento, na formulação da restrição de poupança, é pouco significativa diante das dimensões da crise brasileira. Com efeito, se a partir da equação (6) (vide seção 4.2) calcula-se a derivada da taxa de crescimento em relação às transferências do exterior, obtém-se como resultado que:

$$dg/dt = (1/k)$$

Isso significa que, para uma relação incremental capital/produto de 3, cada ponto percentual a mais de transferência do exterior permitiria um aumento de 1/3 de ponto percentual na taxa de crescimento. Na hipótese mais grave - pela ótica da restrição de poupança - de uma relação incremental capital/produto superior, mais limitada ainda seria a contribuição do aumento do financiamento externo: uma relação capital/produto igual a 4 permitiria um acréscimo de apenas 0.25 ponto percentual na taxa de crescimento para cada ponto de PIB a mais de transferência. É evidente que não é indiferente

crescer, de forma sustentada, 1% a mais por ano (obtenível através de uma redução das transferências de recursos reais ao exterior de 3 pontos percentuais do PIB, no modelo de restrição de poupança). Mas é claro também que o que se tem em mente quando se pensa na solução da crise econômica brasileira, não é a recuperação de 1 ponto percentual a mais de crescimento para o PIB.

A fragilidade do diagnóstico de que o problema da dívida poderia ser pensado a partir da idéia de hiato de poupança, levou ao desenvolvimento (ou fortalecimento) do diagnóstico da restrição fiscal. Esta parece ser, atualmente, a interpretação mais aceita do problema da dívida. Mas há diferentes maneiras de se entender a relação entre a dívida e a questão fiscal, como veremos no item 5.2 a seguir.

3.2- A Dívida Externa como Problema Fiscal

O desequilíbrio financeiro do setor público pode ser visto como uma restrição fiscal ao crescimento por dois ângulos: via relação direta entre o desequilíbrio das contas públicas e o investimento, ou através de uma relação indireta entre as duas variáveis, mediada pelos distúrbios inflacionários. No primeiro caso, a ausência de recursos fiscais e financeiros forçaria a redução do investimento público, que por sua vez induziria uma queda do investimento privado, resultando por último numa redução do ritmo de crescimento do produto potencial da economia. No segundo, é a demanda de investimento que despenca, em face da alta inflação provocada pelo desequilíbrio financeiro do setor público.

Na literatura sobre a restrição fiscal podemos identificar três explicações para o fenómeno. Embora analiticamente distintas, elas são frequentemente confundidas. Para efeito da discussão dos próximos capítulos, é conveniente isolar cada uma das versões.

A primeira explicação associa a crise fiscal com a resposta brasileira ao primeiro choque do petróleo (vide Silva, 1989). O déficit fiscal associado à proliferação indiscriminada de subsídios e incentivos, à elevação do esforço de investimento das estatais, juntamente com a contenção de suas tarifas, deixou como legado para os anos 80 um elevado estoque de dívidas externa e interna. O aumento dos encargos e dos compromissos de amortização se tornaram um problema substancialmente mais grave quando houve a interrupção do influxo de recursos externos, obrigando à sua substituição por fontes internas.

A segunda versão atribui os desequilíbrios governamentais ao ajuste do balanço de pagamentos provocado pela crise da dívida. O deficit fiscal seria produzido pelas medidas adotadas para a geração do superávit comercial (máxis, subsídios, subindexação tarifária). e sobretudo nesta visão que a restrição de divisas não teria sido superada: seria tão somente a essência oculta da restrição fiscal.

Finalmente, a versão "terceiro hiato" (vide capítulo anterior) da restrição fiscal não requer nenhum agravamento das contas públicas por políticas de ajustamento. Basta que, com a interrupção da captação de recursos externos, o governo se veja sem meios não inflacionários para financiar seus investimentos (6). Ou seja, mesmo que o superávit seja gerado espontaneamente, sem nenhuma ajuda de políticas governamentais, haveria o problema de suprir a ausência de uma fonte de financiamento de longo prazo, que no caso de economias como a brasileira, não encontraria substitutos que não as emissões monetárias (ou de quase-moeda).

Com o objetivo de conferir maior rigor e nitidez as abordagens da restrição fiscal, e ao mesmo tempo descartar alguns equívocos comuns, tomemos para exame as equações (1) e (2) abaixo. Na primeira delas, mostra-se os fatores que levam o governo (inclusive Banco Central) a ter que se financiar com emissão de moeda ou quase-moeda: o deficit primário, os juros da dívida interna e externa, e a acumulação líquida de ativos reais e financeiros. Na segunda, são desagregados os principais componentes desse último termo (acumulação líquida de ativos).

$$\text{NFSP} = (G - T) + i \cdot D_g + i^* \cdot D_{g^*} \cdot e + dA \quad (1)$$

onde:

NFSP = necessidades de financiamento em moeda e quase-moeda do setor público não-financeiro + Banco Central

G = gastos correntes não financeiros do setor público

T = receitas totais do governo

i, i* = taxas de juros interna e externa, respectivamente.

D_g, D_g* = Dívidas líquidas interna e externa do governo

e = taxa de câmbio

dA = variação de ativos reais e financeiros do governo.

Sendo que:

$$dA = I_g + E_g + dR \cdot e - dD_{glp} - dD_{g^*} \cdot e \quad (2)$$

onde:

I_g = investimento do setor público (variação de ativos reais)

E_g = empréstimos do setor público ao privado (variação de ativos financeiros internos)

dR = variação de reservas internacionais (ativos financeiros externos)

dD_{glp} = financiamento interno de longo prazo obtido pelo governo

Observando as duas equações, podemos identificar a primeira explicação acima para a restrição fiscal com os termos D_g e D_g* de (1). Essas duas dívidas, que tem como um de seus componentes a herança da resposta ao primeiro choque do petróleo, torna-se hoje uma das fontes de pressão sobre as necessidades de financiamento do setor público. O problema foi acentuado pela elevação das taxas de juros

internacionais (i^*), que incidem sobre D^*g . Mas tornou-se particularmente grave quando este elevado dD^*g deixou de ser compensado pelo termo $d\hat{A}$. Com efeito, a consequência do fim do financiamento voluntário internacional seria uma queda de dD^*g , provocando uma elevação do termo $d\hat{A}$ (vide expressão 11).

A segunda versão para a restrição fiscal pode ser identificada com variações nos termos i , e , G , e T , todas elas expansionistas das NFSP. A ideia é que as políticas de geração dos superávits comerciais provocariam aumento das taxas de juros domésticas (i), elevações da taxa de câmbio (e), aumento dos gastos com subsídios (G), e redução das receitas públicas (T), por renúncia fiscal ou contenção das tarifas públicas (para baratear os produtos exportáveis).

Finalmente na versão do "hiato fiscal", o problema central é que o termo dD^*g cai, o que provocaria um aumento de $d\hat{A}$, e portanto das NFSP. Não podendo o governo ampliar seu financiamento monetário (dada a curva de Laffer para o imposto inflacionário), um ajuste tem que ser feito em algum outro dos termos. Por diversas restrições a ajustes nas demais variáveis, o ônus acabaria recaindo sobre o termo lg da equação (2).

A dimensão do esforço de ajustamento neste último caso é dada pela redução do financiamento externo (i.e., do termo dD^*g). Mas quando combinada esta versão com a anterior, a tarefa do ajustamento seria magnificada, visto que as NFSP cresceriam não apenas pelo aumento de $d\hat{A}$, mas também pelas variações de i , e , G , e T . Neste caso a economia estaria submetida a exigência de realizar um "sobre-ajustamento" (vide Castro e Souza, 1991).

Existe ainda uma outra maneira de expor as relações entre o problema da dívida externa e o problema fiscal que, apesar de bastante popular, e em certo sentido equivocada. É comum afirmar-se que todo o problema reside no fato de que o superávit comercial (produto do ajustamento) é privado, enquanto que os juros externos são devidos pelo setor público. Consequentemente, para pagar os juros ao exterior, o governo é obrigado a comprar as divisas geradas pelos exportadores, e com isso injeta moeda ou quase-moeda na economia contribuindo para a inflação ou (no caso da colocação de títulos) para a alta da taxa de juros.

Observando-se as duas equações acima, e concentrando-nos no impacto dos juros, é fácil perceber que para que haja uma pressão sobre as NFSP, tudo que se necessita é que o governo tenha uma dívida. Se a dívida que financiou um déficit passado é externa, isto não muda em nada o problema do financiamento do setor público (exceto marginalmente, na medida em que os juros externos são mais baixos do que os internos). Em segundo lugar, como se pode notar, o fato do superávit comercial ser privado não faz qualquer diferença.

Suponhamos, por absurdo, que o superávit comercial fosse inteiramente público. Isto poderia ocorrer se o governo estatizasse o comércio exterior, criando uma "trading company" que adquirisse toda a produção exportável do país e a vendesse no exterior. Quem estaria agora gerando as divisas seria o setor público. Mas o problema das necessidades de financiamento seriam as mesmas, porque para pagar salários no setor exportador público e comprar mercadorias e serviços a serem exportadas seria necessário desembolsar cruzeiros (da mesma

maneira que se faz quando as divisas são geradas pelo setor privado)(7). O exemplo mostra simplesmente o seguinte: que é a existência de uma dívida pública (produto de déficits passados), sobre a qual incidem juros, que cria, na ausência de um superávit primário capaz de cobrir seus encargos, uma necessidade de financiamento para o governo. Esta é a essência do fenômeno. Que os juros externos sejam públicos e o superávit comercial seja privado, diz respeito apenas à forma de manifestação do problema. A explicação centrada nestes fatos capta apenas um epifenômeno. A natureza da restrição fiscal continua sendo pois explicável por uma ou mais das 3 versões anteriormente examinadas.

No capítulo 6, a seguir, examinaremos as políticas adotadas, e o processo de ajustamento efetivamente verificado, de forma a avaliar os fundamentos empíricos das três interpretações sobre a relação entre dívida externa e crise fiscal acima apresentadas.

NOTAS:

(1) Tido em conta um espectro de posições, que incorpora desde alguns, como Silva(1989), que atribuem também um peso bastante importante a erros de política econômica, e outros, como Bacha (1990), Bresser Pereira (1989, p.14), e Reis (1989, p.223-24) que enfatizam predominantemente o problema da dívida externa.

(2) A interpretação dominante, conforme referida daqui para frente, é uma visão construída a partir de um grande número de autores, muitos dos quais podem ser discordantes entre si em relação a determinados aspectos da questão. Podemos destacar os seguintes textos representativos: Cardoso e Fishlow (1989), Bresser Pereira(1989), Bacha (1989 e 1990), Batista Jr (1987 e 1990), Belluzzo (1988).

(3) A época, argumentou Batista Jr. (1984,p.4) que "o problema fundamental reside em um desequilíbrio potencial entre a oferta e a demanda de divisas que se projeta até o final da década. Na verdade, não há como assegurar que a oferta de divisas associada ao crescimento provável das exportações e aos fluxos voluntários de capitais externos líquidos será suficiente para atender à demanda de divisas decorrente da retomada do crescimento, da indispensável recomposição das reservas internacionais e do serviço da dívida externa"(grifos meus). Num conhecido artigo, no qual também adota a perspectiva da restrição de divisas, Bacha(1983) criticou a posição do FMI, por esta supor que sempre que um país tem um déficit no balanço de transações correntes, é porque está vivendo além de seus meios. De acordo com Bacha, como o problema não era de excesso de demanda (ou, o que dá no mesmo, de insuficiência de poupança) a política de corte dos gastos não provocava "um aumento de exportações ou uma redução das importações superfluas, mas uma contração do nível de atividade e emprego". Isto levava a um ajuste ineficiente, via recessão, em que a demanda interna tinha que cair por um múltiplo do ajuste requerido do balanço de pagamentos (já que a queda da demanda se distribui entre as importações - minoritariamente - e a oferta doméstica). No caso brasileiro em questão, a demanda interna teria que cair por um "valor igual à soma da melhoria do balanço comercial (US\$ 5,2 bilhões) com a queda do produto (US\$ 15,6 bilhões) .Um custo não só significativo mas até mesmo intolerável para uma economia em desenvolvimento como a brasileira" (Bacha,1983,p.9).

(4) Expressando uma posição quase consensual a fins de 1983, Lavares (1984,p.16) vaticinou: "Estamos assim, caso sejam honrados os compromissos assumidos com o FMI, condenados a um nível de importações inferior ao que o professor Castro citou em sua exposição. E teremos uma recessão ao longo de 1984, queiramos ou não, perfazendo quatro anos seguidos de contração das atividades econômicas".

(5) Vide, por exemplo, Batista Jr (1987)

(6) Na exposição do modelo do hiato fiscal, Bacha (1989) dispensa (obviamente porque é desnecessário do ponto de vista lógico) o argumento de custos fiscais da política de geração dos superávits. Mas o utiliza em artigo posterior (Bacha, 1990).

(7) Um outro exemplo contrafactual poderia ser o seguinte. Admitamos que o governo trocasse sua dívida externa com o setor privado não financeiro. Isto poderia se dar, por exemplo caso toda a dívida externa que está no Banco Central (DFAs) fosse reemprestada ao setor privado (operações de "relending") e o governo em seguida colocasse títulos públicos no mercado para enxugar a liquidez. A dívida pública se tornaria totalmente interna, e a dívida externa ficaria sendo integralmente privada. Olhando o balanço de pagamentos, observaríamos que o setor privado geraria o superávit comercial, que ele mesmo compraria para pagar os juros ao exterior. Mas isto em nada mudaria o problema fiscal, dado que a dívida pública interna teria aumentado compensatoriamente e agora teríamos o termo $i \cdot D_g$ ampliado, equivalente à soma anterior de $i D_g$ como $i \cdot D_g$ e .

6- O AJUSTAMENTO BRASILEIRO: POLÍTICAS, CUSTOS E RESULTADOS

O objetivo agora é proceder a um balanço das políticas de ajuste efetivamente postas em prática nos anos 80, e seus resultados. Com isto pretende-se fornecer elementos para a resposta às seguintes perguntas, sugeridas pela discussão do capítulo anterior: qual a herança dos anos 70 para a crise fiscal dos anos 80? Foi o país conduzido a realizar um esforço de sobreajustamento? Pode-se identificar uma restrição externa ao crescimento, de natureza fiscal, nos moldes do modelo de três hiatos?

Uma característica da experiência brasileira que torna particularmente difícil a tarefa de interpretar e avaliar as políticas de ajustamento é a profusão de medidas pouco convencionais (e de difícil quantificação), traço marcante do pragmatismo com que tem sido gerida, tradicionalmente, a economia brasileira. Assim, por exemplo, quando o quadro internacional começava a apresentar os primeiros sintomas de dificuldades que acabariam desembocando na crise da dívida, e os países do cone sul levavam ao limite seus experimentos para corrigir os desequilíbrios interno e externo pela aplicação do enfoque monetário do balanço de pagamentos, o Brasil levou o ecletismo ao extremo. Começemos recordando alguns traços deste episódio, que precedeu - e protelou - o início do processo de ajustamento, tendo importantes consequências para a configuração da crise econômica brasileira dos anos 80 (1).

Em agosto de 1979 Delfin Neto assumiu o ministério da Fazenda prometendo o crescimento acelerado como remédio para os males

econômicos do país. Estabelecia assim um contraste com seu antecessor, que vinha procurando implementar uma política contencionista para enfrentar, ao mesmo tempo, o desequilíbrio externo provocado pelo segundo choque do petróleo, e o problema da aceleração inflacionária. O principal instrumento expansionista, de acordo com a nova orientação econômica, era a política de crédito farto e barato. A política de preços e rendimentos compunha-se de um reforço do controle de preços via CIP, o repasse interno do aumento do preço externo do petróleo, e a indexação semestral dos salários. E no que se refere ao equilíbrio externo, decretou-se uma maxidesvalorização de 30% do cruzeiro, em dezembro de 1979, que buscava substituir os incentivos e subsídios às exportações (2). Finalmente, para combater o impacto inflacionário da inflação corretiva e da máxi (e, lateralmente, também para incentivar a captação de recursos externos), o governo decretou, a partir de janeiro de 1980, uma pré-fixação das correções monetária (45% no ano) e cambial (40% no ano). Este último constitui o único experimento de política econômica que se poderia identificar com as tendências observadas nos outros países do cone sul. Ainda assim, não passou de um flerte à distância com o enfoque monetário do balanço de pagamentos. Senão vejamos.

A pré-fixação cambial, praticada pelos demais países que adotaram o experimento do enfoque monetário, tem por suposto a idéia de que numa economia aberta os preços domésticos (dos bens e serviços, mas também do dinheiro), medidos em moeda estrangeira, são determinados, via arbitragem, pelos preços internacionais. Sendo assim, ao prefixar-se a taxa de câmbio, se estaria também prefixando a marcha

dos preços domésticos. E mais, neste contexto cambial, uma política de contenção do crédito doméstico líquido é o que (supostamente) bastaria, para corrigir os desequilíbrios do balanço de pagamentos (vide capítulo 3.1).

Ora, no Brasil de 1980, a prefixação foi adotada de forma isolada, sem o seu contexto. Para começar, a economia encontrava-se submetida a inúmeras restrições ao comércio exterior, que impediriam a operação da lei do preço único - mesmo que se admitisse a sua validade em outro contexto. Além disso, os fluxos de capitais estavam muito mais influenciados pelo "country risk" e pelas expectativas de uma segunda maxi(3), do que propriamente pelo diferencial de taxa de juros correntes. A política salarial pós-fixada era inconsistente com a pré-fixação das correções. E, mais importante do ponto de vista do enfoque monetário, a política de crédito posta em prática era expansionista, incompatível com a melhoria das contas externas.

Na verdade, nem sob o enfoque monetário do balanço de pagamentos, nem por qualquer outra perspectiva teórica, o ajustamento havia começado. Àquela altura, no entanto, já não havia mais dúvida sobre a impossibilidade de escapar ao ajustamento. Sua necessidade começou a se tornar aparente ainda em 1979, quando o segundo choque do petróleo elevou em mais de 50% a conta de importações de petróleo (de US\$ 4,1 bilhões para US\$ 6,3 bilhões). O choque dos juros viria, um pouco mais tarde, contribuir para a elevação do déficit em transações correntes a um nível que se tornaria incompatível com as possibilidades de financiamento externo. A resistência que os credores externos demonstraram, em 1980, em continuar financiando déficits

volumosos, fez acender a luz vermelha. Mas o elevado nível de reservas ainda permitiu postergar o início do processo até o final do ano, quando então, a ameaça próxima do estrangulamento externo, levou a uma guinada radical da política econômica. Assim teve início, em novembro de 1980, a política de ajustamento. A eclosão da crise da dívida, com o fechamento completo das torneiras do crédito internacional no "setembro negro" de 1982, acrescentou um tom dramático à exigência de ajustamento, e tornou o FMI um co-gestor assumido da política econômica.

6.1- Panorama Geral da Política de Ajustamento nos Anos 80

A recessão que se inicia com a política de ajustamento, em 1981, marcou a entrada numa prolongada etapa de crises. É bastante comum associar-se a recessão e a inflação altíssima que ainda persistiam ao final da década à política de ajustamento do balanço de pagamentos. Perpetuou-se a imagem de um período em que a política econômica foi feita refém da crise da dívida. O exame dos indicadores da política econômica brasileira ao longo dos anos 80 reserva, contudo, uma surpresa para quem busca evidências empíricas que sustentem a impressão. Descobre-se que a execução de uma política rigorosa de ajustamento do balanço de pagamentos limitou-se ao período 1981-84, o restante da década tendo sido caracterizado por um manejo dos instrumentos de política econômica que ficou entre a neutralidade e o desajuste.

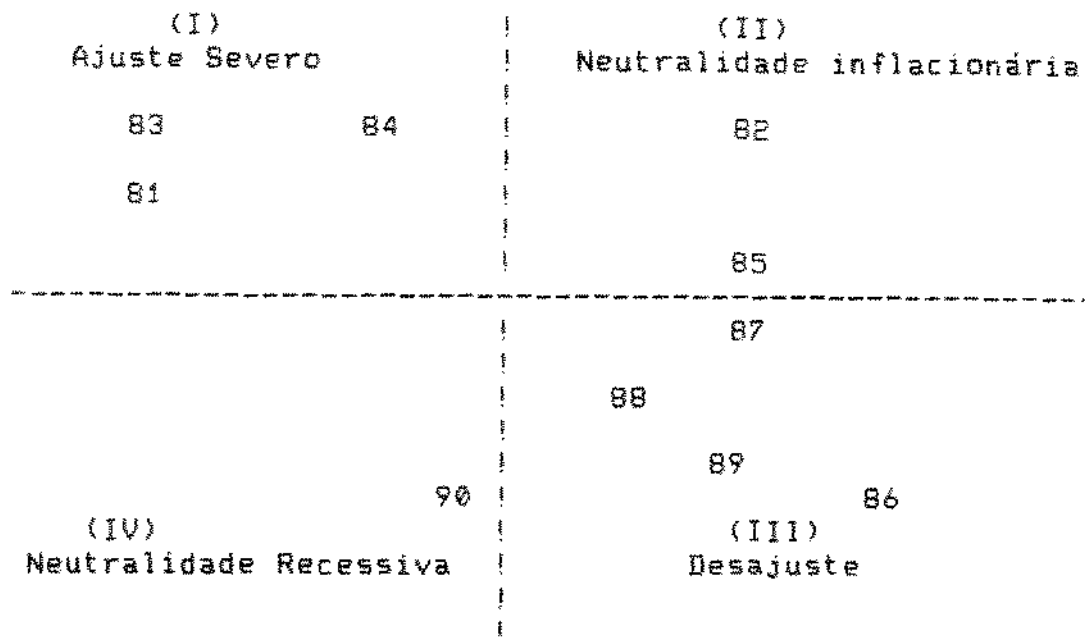
Para ilustrar o deslocamento ocorrido na condução da política de ajustamento ao longo da década, apresenta-se a seguir um diagrama que pretende caracterizar diferentes combinações de medidas de acordo com seus efeitos sobre o balanço de pagamentos. O eixo horizontal representa as políticas de demanda agregada - mais expansionistas para a direita, e mais contracionistas para a esquerda -, e o eixo vertical, as políticas de redirecionamento da oferta para "tradables" - quanto mais para cima, maior o estímulo à produção de transacionáveis (para exportação ou substituição de importações). Dadas essas convenções, a política econômica para cada ano da década é representada por um ponto sobre o espaço bidimensional, de tal maneira

que à medida em que se desloca do primeiro para o terceiro quadrante, tendo-se o segundo e o quarto quadrantes como situações intermediárias, caminha-se em direção contrária ao ajustamento.

Exemplificando, o terceiro quadrante combina políticas fiscal e monetária expansionistas com, digamos, uma política de sobrevalorização cambial para conter os efeitos inflacionários da demanda aquecida. Evidentemente, trata-se da combinação mais propícia à geração de déficits no balanço de pagamentos. Uma política de ajustamento típica, para restabelecer o equilíbrio do balanço de pagamentos, envolveria o deslocamento da combinação de instrumentos para o primeiro quadrante, por meio de medidas de contenção da demanda agregada e/ou de estímulo aos transacionáveis (desvalorização cambial, incentivos fiscais e creditícios, etc).

Abusando um pouco do termo, chamemos de neutra não apenas uma política que conjugue a estabilidade da taxa de câmbio real com equilíbrio orçamentário, mas também políticas em que o aumento (diminuição) dos gastos seja mais ou menos compensado por uma desvalorização (valorização) real do câmbio (quadrantes II e IV).

FIGURA 1



No período 1981-84, o governo pôs efetivamente em prática uma política de ajustamento do balanço de pagamentos. A fase mais dura desta política correspondeu ao período 1983-84, quando o fechamento total das fontes privadas de financiamento externo colocaram uma exigência de um imediato e violento ajuste (ou moratória). Neste período, a execução da política econômica esteve totalmente subordinada ao objetivo de equilibrar as contas externas. Um documento do governo de finais de 1982 explicitava com toda a clareza esta opção: "O objetivo fundamental da política econômica em 1983 será reduzir drasticamente o déficit em conta corrente do balanço de pagamentos, a fim de viabilizar a continuidade do processo de administração do endividamento externo." (Conselho Monetário Nacional, 1982, p.5). Para contribuir para o objetivo estabelecido eram convocados todos os instrumentos normalmente utilizáveis numa política

de ajustamento, com prioridade para o corte dos investimentos públicos: "É evidente que a viabilização desse esforço de correção do desequilíbrio externo deverá ser coerente com a redução de desequilíbrios internos e, em especial, com a reavaliação do nível programado de investimento público, face à menor disponibilidade de poupança externa e capacidade de importar". E, mais adiante: "Assim, a exemplo do que já vem ocorrendo nos últimos dois anos, dar-se-á continuidade ao conjunto de políticas fiscais e monetária ... Será por outro lado mantido o realismo nas políticas de taxa de juros, correção monetária, e, especialmente, na política cambial." (Conselho Monetário Nacional, 1982, p.7)(4). O acordo com o FMI, assinado em janeiro de 1983, e revisto em sucessivas cartas de intenção, só fizeram reforçar as prioridades acima, e aumentar o grau de controle sobre o cumprimento das metas de ajustamento(5).

Em consequência da prioridade conferida ao objetivo do equilíbrio externo, sempre que se verificava uma situação de dilema de política econômica, caracterizado por um conflito entre o equilíbrio externo e o interno, este último era, via de regra, sacrificado. Foi assim no período 1981-84, e particularmente no último biênio.

A esta altura cumpre observar que as situações de dilema de política econômica com que se defrontaram as autoridades econômicas brasileiras são bem mais complexas do que as comumente retratadas nos modelos teóricos. De acordo com a síntese de Meade, como vimos (gráfico 2 do capítulo 3), se as autoridades econômicas manejarem apenas políticas de controle da absorção, ficarão possivelmente prisioneiras de um dilema de política econômica: se ampliam a absorção

para caminhar para o equilíbrio interno, afastam-se do equilíbrio externo; e se caminham para este último, ampliam o desemprego. Uma maneira de superar o dilema está em usar dois instrumentos de política econômica (já que são dois os objetivos a atingir): a política de controle de absorção e a política cambial (de redirecionamento do dispêndio). Um suposto por trás desta teorização é uma hipótese do tipo "curva de Phillips", dado que se identifica o espaço à esquerda da reta de equilíbrio interno como de desemprego e desinflação, e o espaço à direita como de excesso de demanda e inflação. Ora, ocorre que numa economia indexada e embebida de cultura inflacionária, o corte de gastos gera desemprego, ajuda a alcançar o equilíbrio externo, mas contribui muito pouco para baixar a inflação. A elevação da taxa de câmbio real, por outro lado, tem um elevado potencial inflacionário. Logo, compatibilizar o reequilíbrio do balanço de pagamentos com a manutenção do pleno emprego pode acelerar a inflação, e num segundo momento ter um impacto negativo sobre o emprego.

Cria-se assim um complexo dilema: para não sacrificar o combate à inflação, as autoridades relutam em fazer uma desvalorização real do câmbio e ficam prisioneiras do dilema entre emprego e equilíbrio externo. Optam pelo último. Mas acabam se dobrando ante a impossibilidade - e talvez baixa eficiência - de reduções adicionais do emprego e dos gastos, e então ficam no dilema entre o equilíbrio externo e o combate à inflação, e acabam optando por sacrificar o último, ao adotar a máxi de 1983. Tais eram as restrições dentro das quais se movia a política de ajustamento até 1983.

Desde 1985, contudo, houve uma clara reorientação da política econômica. As políticas de promoção da competitividade externa foram inequivocamente subordinadas aos demais objetivos econômicos do governo, em particular ao combate à inflação. Em parte esta guinada é fruto da mudança de orientação política, com o início do governo da Nova República; mas em grande medida ela resulta da solidez demonstrada pelo balanço de pagamentos, mesmo em face da contribuição negativa dos fatores institucionais de competitividade (6). Na medida em que o risco do desequilíbrio externo tornava-se mais distante, e que os problemas internos, em particular a aceleração inflacionária, ganhavam dimensões inusitadas, era quase inevitável uma mudança de ênfase. Isto significa, na representação da figura 1, que a passagem do padrão de política econômica característico do quadrante I, para o do III, não foi acompanhada de uma transição correspondente de um superávit para um déficit do balanço de pagamentos (exceto em 1986, quando se atingiu uma situação limite)(7).

A tabela a seguir apresenta indicadores sintéticos da política de ajustamento, confrontados com o resultado da balança comercial. Os números põem em evidência os fenômenos acima assinalados: a passagem de uma rígida política de ajuste no período 1981-84 à sua antítese no período posterior, sem reverter os resultados do balanço de pagamentos. Tendo em vista que a magnitude da reversão operada na política de ajuste foi pouco observada, por grande parte dos analistas, na formulação da versão fiscal da restrição externa, dedicarei o item 6.2 a seguir, a uma análise detalhada (por instrumento) da questão.

TABELA 3

Ajuste e Políticas de Ajuste

ANO	Controle de Gastos		Reorient. da oferta e demanda		(X-M) (**)
	Var. real do crédito ao set. privado (*)	Déficit operacional do set. púb. (% do PIB)	Índice da taxa de câmbio real efetiva	Incentivos às export. de manufat. (S/X.man.)	
1980	14.7%	6.8%	116.6	36.1%	-2823
1981	-1.8%	6.3%	92.0	62.4%	1202
1982	-2.0%	7.3%	89.7	66.3%	781
1983	-20.9%	4.4%	110.1	49.9%	6470
1984	-6.3%	2.7%	104.5	43.9%	13090
1985	5.7%	4.4%	105.6	40.1%	12486
1986	32.8%	3.6%	100.0	40.7%	8304
1987	-25.2%	5.7%	104.7	42.0%	11172
1988	-2.3%	4.8%	94.2	40.5%	19184
1989	-14.9%	6.9%	75.6		16120
1990	-17.2%	-1.2%	66.1		11027

(*) dez. contra dez. do ano anterior. Ano de 1980 deflacionado pela correção monetária da ORTN.

(**) em US\$ milhões.

FONTES: Banco Central, BM, vários nos., e tabelas 4, 6, e 8 adiante.

6.2- Uma Avaliação Quantitativa das Políticas de Ajuste

No item anterior foi dito que a partir de 1985 houve uma mudança de ênfase na política econômica, que resultou numa subordinação do objetivo de equilíbrio externo ao interno. Essa reorientação pode ser identificada com mais clareza quando se examina as políticas de redirecionamento dos gastos e da produção. Isto porque, no caso das políticas de controle da demanda, pode haver uma identificação entre as medidas voltadas para o combate à inflação e aquelas que objetivam a melhoria do balanço de pagamentos. Nem sempre foi assim. Acompanhando-se a trajetória da formulação da política econômica na Nova República, observa-se uma primeira fase em que pouca ênfase era conferida às medidas ortodoxas para o combate à inflação, de forma que o expansionismo das políticas para a absorção deixavam claro a priorização do objetivo interno.

O desencanto com os planos de estabilização puramente heterodoxos levou a que, pouco a pouco, se aceitasse a necessidade de doses crescentes de medidas ortodoxas nas receitas dos programas anti-inflacionários. O recrudescimento da política contencionista ao final da década não representa pois um retorno às políticas de ajustamento do período 1981-84, e sim os novos rumos do combate à inflação.

Tidas em conta essas advertências, passemos à avaliação das políticas de ajustamento.

6.2.1-As Políticas de Controle da Absorção

Começemos pela política fiscal. O indicador mais adequado para medir o esforço de ajustamento fiscal do governo parece ser o "déficit (ou superávit) primário do setor público". Esta variável, exclui os juros internos e externos - que são os componentes do déficit que dependem de fatores exógenos -, captando assim com maior precisão os efeitos das medidas de cortes de gastos e aumento de impostos. Como se pode observar na tabela 4 a seguir, as contas do governo evoluíram de um déficit primário de 3,2% do PIB em 1980, para um superávit primário de 4,1% em 1984 - um ajuste de nada menos do que 7,3 % do PIB ! Para esse resultado contribuíram o corte dos investimentos (-1,7% do PIB entre 1980 e 1984) e das despesas com pessoal (-1,1% do PIB também entre 1980 e 1984), tanto no setor público tradicional como nas empresas estatais (Vide Giambiagi, 1989). Em consequência dessa mudança de grande vulto nas contas primárias, o déficit operacional do setor público, como proporção do PIB, revelou uma queda de 4,1 pontos percentuais, apesar da elevação dos encargos da dívida externa e interna - derivada do aumento das taxas de juros interna e externa, e da desvalorização real do câmbio no período .

TABELA 4
Déficit do Setor Público

ANO	DOSP	Juros externos	Juros internos	Juros totais	Superávit primário
1980	6.8%	1.4%	2.2%	3.6%	-3.2%
1981	6.3%	1.9%	2.1%	4.0%	-2.3%
1982	7.3%	2.5%	2.9%	5.4%	-1.9%
1983	4.4%	3.1%	2.9%	6.0%	1.6%
1984	2.7%	3.5%	3.3%	6.8%	4.1%
1985	4.4%	3.0%	4.0%	7.0%	2.6%
1986	3.6%	2.6%	2.6%	5.2%	1.6%
1987	5.7%	2.4%	2.3%	4.7%	-1.0%
1988	4.8%	2.4%	3.3%	5.7%	.9%
1989	6.9%	1.7%	4.2%	5.9%	-1.0%
1990	-1.2%	1.4%	1.9%	3.3%	4.5%

FONTES: Para 1980-84, Giambiagi (1989, p.140), e Bontempo (1988). De 1985 em diante, Banco Central, Brasil Programa Econômico, março de 1990. Elaboração própria. Os juros totais foram calculados por resíduo (DOSP - déficit primário), e os juros externos do setor público pela aplicação do custo médio do endividamento externo líquido à dívida líquida externa do setor público.

TABELA 5

Consumo do Governo e Déficit Operacional do Setor Público

Período	Salários e enc/PIB	Compras bens e serv/PIB	Cons.Final das Administ. Públicas/PIB	Déficit Operacional	
				Efetivo	Virtual(1)
med. 75-79	7.0%	3.0%	9.9%		
1980	6.3%	2.9%	9.2%	6,8	
1981	6.5%	2.9%	9.3%	6,3	
1982	7.0%	3.0%	10.0%	7,3	
1983	6.6%	3.0%	9.7%	4,4	
1984	5.7%	2.6%	8.3%	2,7	
1985	6.9%	2.9%	9.9%	4,4	2,8
1986	7.3%	3.4%	10.7%	3,6	1,2
1987	7.8%	4.4%	12.2%	5,7	1,8
1988	7.9%	4.7%	12.6%	4,8	0,5
1989	9.7%	4.6%	14.3%	6,9	0,9

(1) Valor que o déficit operacional alcançaria caso, coeteris paribus, o consumo final das administrações públicas se mantivesse estável como proporção do PIB de 1984 em diante.

Fontes: Tabela 1 e IBGE, Contas Nacionais - Contas consolidadas para a Nação - Brasil, 1980-89, e Estatísticas Históricas do Brasil, vol. 3, 2a.edição. Elaboração própria

A partir de 1985, com a ascensão do governo da Nova República, há uma reviravolta no comportamento das contas públicas. Esta mudança reflete não apenas o afloramento, com o advento da democracia, de demandas reprimidas, mas também uma postura mais condescendente do governo com relação ao resultado primário das contas públicas, respaldado no diagnóstico do caráter financeiro do déficit. Nos anos que se seguiram, contudo, houve um forte encolhimento do custo do endividamento (tanto o externo como o interno), como se pode observar na tabela 4. Esta acentuada queda dos encargos da dívida externa entre 1984 e 1990, a despeito do aumento da dívida pública externa, pode ser atribuída à combinação dos seguintes fatores: a) uma forte valorização real do câmbio (como se verá adiante), que reduziu o custo em cruzeiros do pagamento da dívida; b) um declínio da taxa de juros externa (a LIBOR média anual reduz-se de 11,2% em 1984 para 8,3% em 1990), que combinada à redução dos spreads (de cerca de 2% no início da década para 0,9% ao final), diminuiu os custos em dólar da dívida externa. Observe-se portanto que, caso as despesas correntes não financeiras tivessem sua expansão limitada, a partir de 1984, ao ritmo de crescimento do PIB, o déficit declinaria acentuadamente na segunda metade da década (vide coluna "déficit virtual" na tabela 5).

O alívio do custo financeiro foi, entretanto, mais do que compensado pelos aumentos dos demais gastos do setor público, em particular dos gastos com pessoal, que se elevaram continuamente a partir do nível de 5,7% do PIB em 1984 para alcançar 9,7% em 1989 (no conceito das contas nacionais, que exclui as empresas estatais).

Em suma, pelo lado da política fiscal, se o período 1981-84 pode ser considerado como sendo uma fase de forte ajuste, o restante da década constituiu seguramente um período de desajuste. Mesmo os esforços para reverter esta tendência no final da década não lograram resultados positivos.

A condução da política monetária seguiu uma trajetória semelhante a da fiscal: da política contencionista dos anos do ajuste, passou-se a uma orientação expansionista da moeda e do crédito, com o objetivo de baixar o custo do dinheiro. Mas a rota expansionista da política monetária começou a ser revertida bem antes da retomada do rumo contencionista em matéria fiscal. Os primeiros ensaios de uma condução mais contracionista da moeda e do crédito já se observam em 1987/88. Mas foi no biênio seguinte (1989-90) que se pisou firme no freio monetário. Esta guinada, contudo, pouco ou nada teve a ver com uma política de ajustamento do balanço de pagamentos. Ela obedeceu, isto sim, à crescente consciência - dentro e fora do governo - de que a estabilização da economia dependia muito mais das políticas ortodoxas do que se imaginava no início do governo da Nova República. Em suma, o duro jogo monetário do final da década não se inspirou nas razões Mundell-Fleming, e sim no fato de ser o instrumento monetário mais ágil e livremente manipulável pelo poder executivo para combater a inflação.

Em suma se considerarmos as políticas de controle da demanda (ou da absorção), somos levados a concluir que conquanto tenha havido uma forte política de corte da absorção entre 1981 e 1984, com o objetivo explícito de promover o equilíbrio externo, esta tendência foi mais do

que revertida de 1985 em diante. Isto não quer dizer, evidentemente, que a absorção doméstica tenha efetivamente se elevado. A expansão do dispêndio interno em 1985/86, é revertida nos anos seguintes, não porque o governo tenha cortado seus gastos, mas porque o setor privado o fez, em decorrência da crise associada ao descontrole inflacionário - que aprofundou as incertezas sobre os rendimentos futuros de novos investimentos, e provocou a deterioração dos salários reais.

6.2.2-As Políticas de Oferta

A resposta da política econômica ao segundo choque do petróleo, e à sucessão de adversidades externas que se seguiram, foi bem menos heterodoxa do que no caso do primeiro choque, cinco anos antes. Já em dezembro de 1979 o ministro Delfin Neto promoveu uma máxidesvalorização cambial de 30%, lado a lado com a extinção de subsídios e incentivos às exportações, e do fim do depósito compulsório sobre importações. Ao mesmo tempo procurou-se repassar para os preços internos dos combustíveis os aumentos dos preços internacionais do petróleo(8)

Essa primeira guinada em direção a um ajustamento mais ortodoxo sofreu alguns revezes. A mal-sucedida política de pré-fixação das correções cambial e monetária em 1980 produziu uma tamanha valorização real do câmbio, que compensou inteiramente a maxi de 1979. Para impedir um agravamento dos desequilíbrios do balanço de pagamentos - e querendo evitar o impacto inflacionário de uma segunda maxi - o governo foi obrigado a reintroduzir os subsídios e incentivos fiscais, e ampliar o controle administrativo e proibições às importações(9).

Assim, quando se inicia a fase recessiva do ajuste, pela adoção de políticas contracionistas de controle da demanda, em 1981, o redirecionamento do dispêndio ainda é confiado a instrumentos heterodoxos. A assinatura da carta de intenções com o FMI, no início de janeiro de 1983, marca a retomada dos esforços para eliminar as restrições quantitativas e cambiais que haviam proliferado no período anterior(10). Ali é firmada a posição de que "Na medida em que a economia comece a reajustar-se, o Governo pretende reduzir substancialmente as restrições quantitativas às importações ...", e que "caso haja redução significativa no valor externo do dólar norte-americano, a depreciação real efetiva do cruzeiro, com respeito às moedas dos principais parceiros comerciais do Brasil, não conduzirá a modificação da política cambial explicitada no parágrafo anterior, mas será aproveitada para reduzir as restrições cambiais anteriormente mencionadas" (Carta de Intenção ao FMI, in Galvêas, 1983, p.88). A nova maxidesvalorização do cruzeiro frente ao dólar, de 30%, que o governo promoveu em fevereiro de 1983 foi um passo adicional nessa direção(11). Mas o processo de desmonte das políticas de intervenção direta - subsídios, incentivos e controles administrativos - teria entretanto que aguardar a melhoria na situação das contas externas. A curto prazo, com a economia mergulhada numa profunda crise cambial, o governo ainda aprofundou os controles diretos, por meio da decisão de centralizar o câmbio, em julho de 1983.

A melhoria do balanço de pagamentos, e a consequente recuperação das reservas internacionais, ao longo de 1984, deu início a um processo de redução dos incentivos e controles diretos sobre o

comércio exterior, que prosseguiria se aprofundando até o final da década. Vejamos como se deu esta transição no caso dos principais instrumentos de reorientação da demanda e da oferta, a começar pelos menos convencionais.

6.2.2.1-Instrumentos heterodoxos

O emprego massivo de incentivos e subsídios à produção e comercialização de manufaturas exportáveis inicia-se, no Brasil, na segunda metade da década de 60, intensifica-se nos anos 70, e atinge o seu auge no biênio 1981-82, quando o balanço de pagamentos era atingido por um conjunto de choques externos sem precedentes. No período 1969-88, o esforço fiscal para estimular as exportações de manufaturados alcançou uma média de 1,9% do PIB (vide tabela A.1, anexo 6.1)

A tabela 6 a seguir mostra as estimativas de Baumann(1989) e Bontempo(1989) para o total dos incentivos e subsídios às exportações de manufaturados. Os valores devem ser entendidos como o percentual que seria adicionado ao preço das exportações caso não houvesse a concessão dos benefícios (12). A coluna excluindo o drawback foi acrescentada porque esta isenção não significa um sacrifício de receita, no mesmo sentido dos demais incentivos(13). Tratando-se de uma perda fictícia de receita, parece-nos adequado excluí-los para fins da medição do esforço efetivamente realizado para promover exportações, e para fins de comparação internacional.

TABELA 6

Incentivos à Exportação de Manufaturados

(em % do valor FOB das exportações de manufaturados)

ANOS	Incentivo Total I(*)	Incentivo exc.drawback(I)	Incentivo Total II(**)	Incentivos exc.drawback(II)
1969-75	53.8%	47.4%	...	...
1976-78	68.8%	57.6%	...	...
1979	67.5%	57.0%	)	)
1980	45.1%	36.1%	)	)
1981	71.8%	62.4%	) 54.3%	) 44.7%
1982	76.6%	66.3%	)	)
1983	58.5%	49.9%	50.3%	41.8%
1984	53.0%	43.9%	42.2%	34.8%
1985	49.2%	40.1%	38.9%	31.0%
1986	53.8%	40.7%	40.1%	30.1%
1987	55.1%	42.0%	39.8%	30.9%
1988	53.6%	40.5%	...	...

(*)Estimativas de Baumann, usando o conceito de benefícios potenciais.

(*)Estimativas de Bontempo, utilizando os dados de desembolsos efetivos do Banco Central e governo federal.

Fontes: Baumann(1989) e Bontempo(1989)

Os dados mostram que, após alcançar seu valor máximo nos primeiros anos da década (14), os incentivos às exportações vem, desde 1983, declinando sucessivamente. A partir de 1985, a extinção do "crédito-prêmio" somou-se à redução em curso dos incentivos, levando a uma diminuição desses benefícios para 40% do valor das manufaturas (ou 53%, se incluirmos o "drawback") em 1988. A queda prosseguiu em 1989, com a extinção do programa BEFIEX e outras medidas (15). Onde se conclui que os subsídios e incentivos às exportações contribuíram com certeza para agravar o desequilíbrio das contas públicas até 1982. Mas daí para frente, e principalmente a partir de 1985, sua contribuição foi no sentido de aliviar o problema fiscal.

É comum referir-se à sub-indexação das tarifas públicas como um estímulo às exportações semelhante aos subsídios e isenções fiscais. Isto porque o rebaixamento de preços de bens e serviços públicos utilizados como insumos pelo setor exportador conduziria a um aumento da rentabilidade das exportações às custas do sacrifício de receita pública. Ocorre entretanto que este argumento só teria validade caso a política de tarifas públicas fosse viesada no sentido de atingir favoravelmente as exportações. Com efeito, uma política de estímulo às exportações dever promover uma alteração de preços relativos entre "transacionáveis" e "não-transacionáveis" favorável aos primeiros(16). Ou seja, seria preciso que os custos dos insumos (de origem pública) empregados pelos setores exportador ou substituidor de importações caíssem relativamente aos custos dos insumos para os demais setores. Entretanto, como mostra a tabela 7 abaixo, a queda nos preços relativos de bens e serviços públicos utilizados como insumos pelo setor exportador, ou pelo substituidor de importações, não parece diferir da queda ocorrida em bens e serviços absorvidos em atividades que pouco ou nada tem a ver com o comércio exterior.

É verdade que as tarifas públicas sofreram uma enorme contração real ao longo da década. O fenômeno, entretanto, tem sua explicação na política de preços públicos num ambiente explosivamente inflacionário, não podendo ser visto como um instrumento de promoção de exportações e, portanto, de ajuste do balanço de pagamentos.

TABELA 7

PREÇOS PÚBLICOS: ÍNDICES REAIS

(Deflacionados pelo IGP-DI, base: dez 79 = 100)

Ano (dez)	Insumos de uso generalizado			Insumos para o mercado doméstico		
	En. Elet.	Diesel	Aço	Gasolina	GLP	Correios
1979	100	100	100	100	100	100
1980	79	79	111	107	97	74
1981	86	102	117	92	97	91
1982	88	104	117	90	100	92
1983	73	98	117	74	104	56
1984	70	120	119	87	125	46
1985	85	83	120	64	84	45
1986	81	57	80	71	56	49
1987	98	62	81	58	70	55
1988	90	61	72	56	54	44
1989	76	48	69	50	51	51
1990	60	41	...	42	46	41

Fontes: Banco Central, Brasil Programa Econômico, vários números, para os preços públicos; e FGV, Conjuntura Econômica, maio de 1991, para o IGP. Elaboração própria.

Finalmente, pelo lado das importações, observa-se uma tendência semelhante à verificada com o uso de instrumentos de fomento às exportações. Numa primeira fase, em resposta aos choques externos que atingiram o balanço de pagamentos a partir de 1979, um conjunto importante de medidas restritivas foi tomado, particularmente no ano de 1980. Entre elas podemos destacar: a imposição de um IOF de 15% sobre as operações de câmbio para importações (elevado posteriormente para 25%); o estabelecimento de prazos mínimos (elevados) de financiamento para a importação de bens de capital; e a criação dos programas de importação, a serem apresentados obrigatoriamente pelas empresas que realizassem compras externas anuais superiores a US\$ 100 mil (vide Dib, 1987, p.53-60). Em suma, encareceu-se as importações e adicionou-se novas barreiras não-tarifárias às que

havia sido erguidas a partir de 1974 (como a lista de importações proibidas e os limites para importações do setor público). O auge desse movimento restritivo ocorreu em 1983, com a centralização cambial, através da qual as importações passaram a ser racionadas de acordo com uma lista de prioridades.

A partir de 1984, com a sensível melhoria das contas externas começa a ocorrer um progressivo relaxamento das restrições anteriores, a começar pela suspensão da centralização cambial. Este movimento ganha maior ímpeto a partir de 1988, com a implementação da primeira rodada da reforma tarifária (que reduziu de 51% para 41% a tarifa média), a eliminação do IOF sobre operações de câmbio para importações, e a redução dos prazos mínimos para o pagamento de importações financiadas. Finalmente, em 1990, com o governo Collor, o programa de liberalização foi radicalizado, através da eliminação das barreiras não tarifárias (programas de importação, lista de produtos com licenças de importação suspensas, etc), e do avanço da reforma tarifária, com um cronograma de reduções substanciais até 1994(17).

Assim, no novo contexto institucional que lentamente foi se desenhando, a partir de 1984, os instrumentos menos convencionais de apoio às exportações e aos setores competidores com importações foram se esvanecendo, fazendo recair sobre a política cambial o papel de instrumento por excelência de promoção do ajuste do balanço de pagamentos. Porém, por razões que serão discutidas adiante, acabou não ocorrendo uma compensação cambial pela desmontagem do instrumental heterodoxo.

e 2.2.2-A Política Cambial nos Anos 80. Ajustamento ou Estabilização

A condução da política cambial na década de 80 foi o tempo todo atormentada pelo dilema entre dois objetivos, de difícil escolha nas circunstâncias vividas pelo país, a saber: o ajustamento das contas externas e a estabilização dos preços. Contudo, um exame dos resultados, bem como dos principais eventos que marcaram o curso da política econômica no período, indicam que o primeiro objetivo prevaleceu com clareza nos primeiros anos, e particularmente no episódio da maxidesvalorização de fevereiro de 1983. No restante da década, ora prevaleceu uma posição de neutralidade em relação aos dois objetivos, ora favoreceu-se o combate à inflação. Tomando o período na sua totalidade, a opção pela estabilização foi obviamente dominante. A tabela a seguir não deixa dúvida: por qualquer indicador que se avalie a taxa de câmbio, a sua tendência, ao longo da década, foi no sentido de uma forte apreciação real.

TABELA 8

Taxa de Câmbio Real 1980-1990

Base: março de 1986 = 100

Ano	Taxa real Cr\$/US\$	Taxa real efetiva(1)	Relação câmbio/salário(2)
1979	90.1	106.6	88.3
1980	100.4	116.6	90.8
1981	90.3	92.0	79.7
1982	92.6	89.7	77.1
1983	112.1	110.1	119.5
1984	109.3	104.5	130.5
1985	110.8	105.6	119.4
1986	99.8	100.0	92.5
1987	93.8	104.7	75.8
1988	80.9	94.2	79.2
1989	72.3	75.6	55.7
1990	57.3	66.1	58.4

(1) Média ponderada das taxas reais de uma cesta de 8 moedas

(2) Para salários usou-se o índice de salários nominais da FIESP.

Fontes: Banco Central, BM, vários nos.; FGV, CE, vários nos.

FMI, IFS, vários nos.

Elaboração própria e do Boletim de Conjuntura do IEI/UFRJ (para a taxa de câmbio real efetiva). Agradeço a colaboração de Edson R. Barreto Jr.

Câmbio x demais preços: a perda de eficácia da indexação cambial

A dimensão alcançada pela defasagem cambial é surpreendente quando fazemos um balanço das regras de correção cambial durante a década, e verificamos a intensificação da indexação cambial. A indexação era tradicionalmente considerada, no Brasil, como um mecanismo que defendia o valor real de rendas e contratos permitindo uma convivência com a inflação. E as minidesvalorizações cambiais, um sistema exitoso que havia permitido escapar à síndrome latino-americana da variabilidade e atraso cambial.

É bem verdade que em três momentos, ao longo da década de 80, o governo resolveu utilizar explicitamente a taxa de câmbio como

instrumento de política de estabilização, confiando em sua eficácia para influenciar expectativas, ou produzir um impacto direto significativo sobre os preços dos bens transacionáveis. O fracasso dos três intentos deixou como seqüela um quadro de atraso cambial. A primeira tentativa ocorreu em 1980, quando o então ministro Delfin Neto decidiu pré-fixar a variação cambial para o ano em 40%. O experimento fracassou, e o governo reintroduziu o sistema de minidesvalorizações cambiais depois de provocar uma defasagem real do câmbio de 26% (18). As outras duas tentativas ocorreram por ocasião dos Planos Cruzado e Verão, quando o governo decidiu congelar a taxa de câmbio no contexto de programas de desindexação geral da economia.

Mas o impacto das tentativas de estabilização acima mencionadas foi, pelo menos parcialmente, compensado pela maxidesvalorização de março de 1983, e por outras medidas destinadas a promover desvalorizações mais eficazes do cruzeiro, tais como: o expurgo do desconto da inflação externa na fórmula da correção cambial(19), o encurtamento dos períodos de reajuste, e algumas minidesvalorizações

Para que se possa confrontar as sucessivas regras de correção cambial com a evolução real do câmbio, e chegar a um diagnóstico global, o quadro a seguir resume os resultados da política cambial na década, período a período. Acrescenta-se também uma medida elevação do ritmo inflacionário(20). O quadro termina em março de 1990, quando a instauração do regime de câmbio flutuante substitui o regime de câmbio fixado pelo governo mediante diferentes critérios. No apêndice 6.3 o quadro é completado com informações sobre as medidas de política cambial por período, para que se possa comparar as regras de política

cambial com seus resultados em termos de variação real da taxa de câmbio.

Analisando-se o quadro, percebe-se imediatamente que a apreciação real da moeda doméstica (variação com sinal negativo, na tabela) não se limitou aos períodos de congelamento ou prefixação da taxa de câmbio. E mais, nota-se que o período de maior atraso cambial corresponde à fase final do governo Sarney (Mailson 3, na tabela), quando as desvalorizações eram diárias e procuravam se guiar pela inflação oficial do próprio mês. Nota-se ademais que as fases de maior defasamento da taxa de câmbio correspondem aos períodos de maior aceleração inflacionária (salvo quando neutralizado por medidas do tipo maxidesvalorização). Isto porque, nesses momentos, o indexador do câmbio - a inflação oficial do mês - torna-se inferior à inflação efetivamente em curso (como de resto ocorre com os demais índices divulgados por institutos de pesquisa diversos)(21). Esse efeito, irrisório quando a inflação não se afastava muito de um padrão inercial, tornou-se dramático com os fracassos dos planos de estabilização e os consequentes movimentos de intensa e inusitada aceleração inflacionária que caracterizaram os últimos anos da década de 80.

RESULTADOS DA POLÍTICA CAMBIAL NOS ANOS 80

Etapa da Política Econômica	Período	Variação real da taxa de câmbio (ponta a ponta)	Variação da taxa de inflação
Delfin/ pré-fixação câo	jan-dez/1980	-22,5%	-0,4%
Delfin/ Ajuste Voluntário	1981-1982	+7,8%	+0,2%
Ajuste FMI 1	1983	+14,7%	+1,3%
Ajuste FMI 2	1984 (até 3/85)	-2,5%	+2,4%
Nova República 1 (Dornelles)	mar/85 a ago/85	+2,4%	+6,3%
Nova República 2	set/85 a fev/86	-11,3%	-1,5%
Plano Cruzado 1	mar/86 a nov/86	-2,3%	-8,7%
Plano Cruzado 2	nov/86 a jun/87	-1,6%	+22,9%
Plano Bresser	jun/86 a dez/87	-4,9%	+5,6%
Mailson 1 ("Feijão c/arroz")	jan/88 a jan/89	-10,2%	+14,6%
Mailson 2 Plano Verão	jan/89 a abr/89	-4,7%	-5,9%
Mailson 3	mai/89 a mar/90	-38,3%	+60,8%

Fontes e métodos: Anexo 6.3

As frequentes mudanças de regras dificultam a análise do quadro acima. Para isolar teoricamente o efeito da inflação, foi construída a tabela 9, a seguir, que mostra o efeito da aceleração inflacionária ocorrida entre o Plano Verão e as vésperas do Plano Collor, sobre o valor real de contratos hipotéticos com regime de indexação mensal pela inflação oficial do mês em curso e do mês anterior. A última

coluna mostra a evolução verificada do câmbio real, deflacionado pelo IPC do período $t+1$, que corresponde a inflação efetiva do período t (vide apêndice 6.2). Os resultados do exercício da tabela põem em evidência a insuperável imperfeição do processo de indexação por índices de preços, quando a economia ingressa numa fase de alta inflação. Os salários que tivessem seguido estritamente a regra de correção mensal pela inflação do mês anterior, teriam perdido $2/3$ de seu valor ao longo do ano. A taxa de câmbio, que já estava sendo indexada pela inflação oficial do mês corrente desde abril, tem uma evolução um pouco melhor do que a dos contratos indexados pelo $IPC(t)$, devido a mididesvalorizações adicionais nos meses de junho e julho. Ainda assim, sofre uma perda de $1/3$ de seu valor.

TABELA 9

Evolução Conjectural do Valor Real de Contratos Indexados, e
Evolução do Câmbio Real
(Valores de final de mês)

Mes	Contratos Indexados		Cambio Real(1)
	pelo IPC t-1	pelo IPC t	
MAR/89	100.0	100.0	100.0
ABR	96.5	97.6	93.9
MAI	83.0	86.0	84.1
JUN	70.8	83.3	86.0
JUL	68.4	83.0	94.8
AGO	64.8	79.0	90.3
SET	60.9	78.0	88.9
OUT	58.5	75.9	86.5
NOV	52.5	69.9	79.5
DEZ	47.5	68.7	78.5
JAN/90	42.2	62.1	70.9
FEV	35.7	58.2	66.5

(1) Deflacionada pelo IPC de t+1, sem descontar a inflação externa.

Fontes: Banco Central, BM, para as taxas de câmbio e FGV, CE, para o IPC.

Elaboração própria.

O fenômeno acima revela uma progressiva perda de eficácia do processo de indexação cambial - o sistema de minidesvalorizações tão bem sucedido nos anos 70. Na verdade este fenômeno faz parte de um processo mais geral de colapso do sistema de indexação enquanto mecanismo de defesa e convívio com uma inflação alta(22).

Câmbio x Salários: a regra legal e o mercado

É interessante notar que, mesmo em relação aos salários, o câmbio sofreu um atraso substancial. Pelo quadro hipotético acima, deveria ocorrer o contrário, dado que os salários corresponderiam, supostamente, aos contratos reajustados pelo IPC de t-2. Há porém uma grande diferença entre essas duas variáveis econômicas. Enquanto o

câmbio era (até março de 1990) fixado pelo governo, a lei salarial constitui tão somente um piso para os reajustes de salários, os quais obedecem, na prática às negociações entre empregados e empregadores. Estas, como se pode depreender das informações constantes das duas tabelas acima, distanciaram-se da mera aplicação da lei salarial, de maneira que, embora sofrendo uma acentuada queda real ao longo da década, os salários efetivos evoluíram por cima do "salário legal".

Câmbio x Juros: o risco inflacionário decide o jogo

Cabe indagar contudo, porque o governo não alterou a regra de indexação cambial quando começou a se dar conta do fenômeno do atraso(23). Há uma dificuldade óbvia, derivada da virtual impossibilidade técnica de dispor de índices confiáveis da inflação imediatamente em curso. É verdade porém que isso não impediu que, na prática, no caso do mercado financeiro, o governo passasse a embutir uma espécie de estimativa da inflação contemporânea, nos juros do "overnight".

A diferença de tratamento do mercado financeiro e cambial na fase final da década talvez seja um indicador da pressão diferenciada exercida pelos diferentes condicionantes da política econômica. Dadas as características institucionais vigentes na economia brasileira, o governo administrava tanto a taxa de câmbio quanto a taxa de juros de curtíssimo prazo. Porém, se fixasse a remuneração do dinheiro num nível que o mercado avaliasse como negativo em termos reais, poderia provocar a retenção de estoques, e um deslocamento de fundos em

direção a ativos reais e especulativos (causando uma pressão alista nestes mercados), em ambos os casos com impactos inflacionários evidentes. Diversamente, a fixação de taxas de câmbio em níveis que foram se tornando, consensualmente, defasados, não chegou a causar nenhuma ameaça igualmente séria à economia brasileira (pelo menos a curto prazo)(24). A resistência demonstrada pelo saldo dos fluxos de comércio, que discutiremos adiante, parece portanto ser uma das razões principais para o comportamento das autoridades - antes de mais nada pragmático - em relação à taxa de câmbio (25)

6.3- As Políticas de Ajustamento e o Problema Financeiro do Setor Público

Sintetizando os resultados do item anterior, podemos dizer que a primeira fase do processo de ajustamento (1981-82) foi caracterizada por uma combinação de políticas de corte de dispêndio - mais centrada no instrumento monetário do que no fiscal - com o emprego de instrumentos heterodoxos de remanejamento do dispêndio. A segunda fase (1983-84), muito mais ortodoxa, caracterizou-se por um acentuado corte fiscal, acompanhado de uma desvalorização real da taxa de câmbio (e os primeiros passos na direção do abandono dos instrumentos heterodoxos). A partir de 1985, contudo, não há mais evidências da implementação de uma política de ajustamento do balanço de pagamentos. Ao contrário, os instrumentos de manejo do volume e composição da demanda atuam, de uma maneira geral, numa direção contrária à indicada por um receituário típico de política de ajuste.

Transpondo essas conclusões para a análise do desequilíbrio financeiro do setor público, podemos agora tentar responder às três questões enunciadas no começo do presente capítulo.

O sob ajustamento

As políticas de ajuste implementadas no período 1981-84 impuseram dois tipos de custos à economia. Em primeiro lugar, a economia teria que incorrer no chamado "custo permanente", que como vimos, consiste no fato de que a sociedade tem que reduzir a parcela de sua absorção no FID, para abrir espaço para um saldo de transações reais superior

(como proporção do PIB). Já nos referimos ao fato (vide capítulo 4.1) de que este não é propriamente um custo econômico (26). E mais, este custo só começa a se manifestar na medida em que a economia entra numa rota de crescimento, na vizinhança da plena capacidade, sendo obrigada a abdicar de um componente de gasto para que o outro se amplie. Antes de atingir este estágio, isto é, havendo desemprego e capacidade ociosa, o crescimento do saldo de transações reais, em vez de conflitar com outros componentes de demanda agregada, promove uma expansão "keynesiana" da renda. A experiência brasileira dos anos 80 registrou apenas um momento - fugaz - em que o conflito entre os componentes do dispêndio se manifestou: o segundo semestre de 1986, no auge da explosão de demanda associada ao Plano Cruzado.

Mas a necessidade de transitar, num período de tempo relativamente curto, de um déficit para um elevado superávit em transações reais - partindo de uma pauta de importações rígida a curto prazo e de um mercado internacional em contração -, impôs um elevado custo transitório à economia. A realocação de recursos não se fez sem elevados custos e perdas de produção e emprego. E mais, as dificuldades para substituir importações e ampliar exportações a curto prazo impediu a reconversão da oferta no volume exigido. Nestas condições a queda das importações, nas primeiras etapas do ajuste, foi obtida em grande parte por meio da compressão do produto. Finalmente, na busca de promover as mudanças requeridas, o Estado arcou com um elevado ônus na forma de uma ampliação de subsídios e isenções fiscais, expandindo com isso o déficit público. A desvalorização real do cruzeiro também constituiu um sacrifício assumido principalmente

pelo setor público, por ser ele o principal devedor em moeda estrangeira. Estes ônus adicionais - tão maiores quanto mais adversas forem as condições do mercado internacional, e menos diversificada a estrutura produtiva doméstica - pesaram sobre a economia brasileira, como vimos, fundamentalmente no período 1981-83. Daí para frente operaram como lastros lançados para fora de um balão.

A herança do II PND

As transformações estruturais promovidas pelo II PND, em resposta à crise da economia internacional deflagrada com o choque do petróleo, tiveram evidentemente um custo para o fisco. A herança dessa política para os anos 80 está cristalizada nas parcelas das dívidas externa e interna acumuladas por conta dos déficits dos 70. Há que considerar, contudo, que há uma contrapartida deste passivo financeiro, na forma de ativos produtivos que começam a gerar rendas a partir de sua entrada em operação, ao longo da primeira metade da década de 80(27).

Não sendo frustradas as expectativas que deram origem aos investimentos, não deveria ocorrer, em princípio, a transferência de um ônus líquido para a década de 80. Cumpridas as expectativas, os lucros associados aos projetos de investimento deveriam ser mais do que suficientes para cobrir os encargos da dívida. Dois fatores, contudo, contribuíram para produzir um resultado diferente do esperado: o choque dos juros e a contenção tarifária.

A forte elevação das taxas de juros internacionais, incidindo sobre uma dívida contratada a juros flutuantes provocou, nos primeiros anos da década, uma elevação dos custos financeiros muito acima do que

seria previsível - e provavelmente também acima da rentabilidade esperada de muitos dos projetos. A isto se acrescentou a política cambial agressiva do período, que estabelecia um sobre-custo em cruzeiros do pagamento dos já elevados encargos externos. Tais pressões - que deram origem à interpretação do "caráter financeiro do déficit" - foram aliviadas, como já se viu, a partir de 1984.

A queda real dos preços públicos, por sua vez, é um fenômeno que atravessou toda a década (28), como uma tendência que se sobrepôs às tentativas eventuais de recuperação tarifária (29). Como vimos, entretanto, seria um equívoco associar este fenômeno à restrição externa ou ao processo de ajustamento do balanço de pagamentos.

O hiato fiscal

As duas relações até aqui comentadas entre o problema externo e o desequilíbrio orçamentário do setor público, embora realmente verificadas nos períodos assinalados, não constituem o cerne do problema da restrição fiscal brasileira. Senão vejamos.

A economia brasileira viveu duas fases de crise na década de 80. A primeira, no período 1981-83, está ligada ao processo de ajustamento do balanço de pagamentos, mas pode ser explicada fundamentalmente como uma crise provocada pelo estrangulamento de divisas, e não por uma restrição fiscal. A segunda crise inicia-se em 1987, com a reversão de expectativas provocada pelo fracasso do Plano Cruzado. A permanente tendência à hiperinflação - entrecortada por choques anti-inflacionários de efeitos passageiros - tornou o problema do financiamento público absolutamente crítico. Na medida em que a

captação de recursos junto ao mercado doméstico foi restringido à fonte monetária, a ausência de recursos externos para o setor público implica que qualquer déficit (nominal) é realimentador da inflação (30). Cabe pois dimensionar, e localizar no tempo a manifestação deste problema.

Admitindo que o problema do déficit público não reside propriamente na sua dimensão quantitativa, e sim na dificuldade de financiamento(31), cabe adotar dois procedimentos metodológicos usuais em análises deste gênero. O primeiro consiste em focalizar a análise sobre a parcela do setor público cujo déficit - na ausência de fontes externas - seria financiado monetariamente, a saber, o governo central (entendido como o conjunto formado pelo governo federal e Banco Central). O segundo reside no tratamento conjunto da totalidade das operações do setor externo com impacto monetário. Assim, por exemplo, as fontes externas incluem não apenas os novos financiamentos obtidos diretamente junto a credores externos, mas também a estatização da dívida - através da qual o governo absorve a dívida externa paga pelo setor privado em cruzeiros e não remetida ao exterior - e os depósitos registrados em moeda estrangeiras - por meio dos quais o Banco Central absorve, ainda que temporariamente, dívidas das empresas. Para facilitar o exame da tabela 10 a seguir, convém detalhar um pouco mais o significado deste segundo procedimento.

As operações externas que implicam a emissão moeda e/ou títulos de curto prazo podem ser divididas em dois grupos. O primeiro, reunindo a acumulação de reservas, o pagamento dos encargos externos, e as amortizações da dívida externa do governo, exige a compra de

divisas pelas autoridades, e portanto acarreta uma expansão da base monetária (e/ou da dívida pública interna). O segundo, englobando a captação de empréstimos externos e de depósitos registrados em moeda estrangeira, têm um impacto contracionista. Isto significa que a estatização da dívida externa representa uma fonte de alívio das finanças públicas idêntica à tomada de novos empréstimos no exterior. Tendo isso em conta, vejamos sinteticamente de que maneira as operações do setor externo afetaram o financiamento público, observando para tanto a tabela 10(32).

TABELA 10
Operações Externas do Governo Central e seus
Impactos sobre a Moeda e a Dívida Pública
(em US\$ milhões)

ANO	Expansão da base monetária e da div. publ. mobiliária (dB + dDP)	Impacto do Set. Ext. (ISE)
1980	5717	-2896
1981	14017	66
1982	9144	-1846
1983	-1189	-4383
1984	10396	5691
1985	10223	6358
1986	2993	-2272
1987	10824	2469

Fonte: Extraída de Bontempo (1988, tabela 4), com pequenas adaptações.

Os dados mostram que a perda do financiamento externo que, para a economia em seu conjunto incia-se em 1983, só vem a ter um impacto significativo sobre o setor público em 1984/85, e depois de 1987 (32). Ressalte-se inclusive que o ano de 1983 foi o mais favorável de todo o período, com um impacto contracionista de US\$ 4,4 bilhões. Este

resultado se explica não só pelo ingresso de empréstimos não voluntários incluídos no pacote de renegociação da dívida, como também pela absorção de dívida do setor privado pelo governo. No biênio 1984-85, a situação se inverte, e as operações externas tem um impacto fortemente expansionista, especialmente por conta do forte crescimento das reservas internacionais (US\$ 7,4 bilhões em 1984), e do não recolhimento ao Banco Central das obrigações externas de estados, municípios e empresas estatais. No biênio seguinte, o impacto é, em média, neutro, por uma combinação de queda de reservas (1986), com moratória (1987), para voltar a ser expansionista nos anos seguintes.

O material empírico que acabamos de examinar compromete as relações genéricas entre a questão da perda do financiamento externo, o desequilíbrio do setor público e a inflação, a exemplo da afirmação de Cardoso e Fishlow(1989,p.94) de que "A aceleração inflacionária entre 1979 e 1985 está vinculada à passagem do financiamento externo para o doméstico e aos superávits comerciais...". E isto fundamentalmente porque:

a) os dois momentos de aceleração inflacionária na primeira metade da década foram os anos de 1980 (quando a inflação atingiu o patamar de 100%) e 1983 (quando saltou do patamar de 100% para 200%). Em nenhum desses momentos houve um problema de subtração de financiamento público, muito pelo contrário. Além do mais, nem o problema fiscal nem a inflação haviam se tornado um obstáculo insuperável ao crescimento, como ficou evidenciado pela forte recuperação da economia observada a partir de 1984, quando o problema de divisas foi superado.

b) a aceleração inflacionária de 1987 ocorreu em função da exacerbação das incertezas provocadas pelo fracasso do Plano Cruzado, e num contexto em que, estando o país em moratória (portanto contando com financiamento externo compulsório) o impacto monetário das operações externas foi relativamente reduzido. Somente a partir de 1988, portanto, pode ser feita uma associação entre a perda do financiamento externo, o acirramento da crise fiscal, e a inflação, que tenha fundamento empírico (34).

A partir das conclusões acima, me parece possível formular duas versões da tese do hiato fiscal. A primeira delas, uma versão forte, colocaria a crise da dívida na origem da restrição fiscal: a perda do financiamento externo (a partir do segundo semestre de 1982) teria forçado o governo a cortar os investimentos públicos e a se financiar com o imposto inflacionário, provocando a aceleração inflacionária e a recessão (vide Bacha, 1990). Esta versão me parece impugnada pelos fatos.

A versão fraca, que me parece correta, parte da constatação de que o processo de alta inflação (cuja origem, multi-causal, não cabe aqui discutir)(35) colocou a questão do financiamento do setor público no centro da problemática econômica brasileira. A existência de uma carga de compromissos financeiros externos do governo para os quais não existe um financiamento adequado (por exemplo, de origem externa), torna este componente do problema fiscal um dos ingredientes da crise inflacionária e portanto de um programa de estabilização bem sucedido(36).

NOTAS:

(1) Para um acompanhamento detalhado da política econômica do período, vide Cruz (1984, p. 69-92).

(2) Abandonando-se a política iniciada em janeiro de 1979, de reduções graduais de incentivos e subsídios, acompanhada de desvalorizações mensais pouco acima do percentual de paridade, o que desestimulava a captação de recursos externos.

(3) Na verdade, a inconsistência do programa levou os agentes econômicos a não acreditar na capacidade do governo de sustentar a taxa de câmbio. A desvalorização esperada começou então a se desviar da desvalorização programada, num processo cumulativo, realimentado pelos fluxos especulativos por ela engendrados. Esta, aliás, foi também uma característica de outros experimentos com a pré-fixação cambial no cone sul.

(4) Embora com tons menos dramáticos do que o da "Programação para o setor externo em 1983" (CMN, 1982), já desde 1981 os documentos do governo retratavam a concentração dos esforços de todas as políticas no sentido de enfrentar o desequilíbrio externo. Num documento de janeiro de 1981, por exemplo, se dizia: "O programa de correção dos desequilíbrios do setor externo da economia brasileira tem como objetivo fundamental reduzir o déficit do balanço de pagamentos em transações correntes, especialmente através do fortalecimento da balança comercial. A realização deste objetivo se viabilizará mediante a conjugação dos seguintes instrumentos básicos: a) políticas monetária e fiscal voltadas para o controle gradual da demanda agregada e o estímulo à oferta de setores prioritários (exportação, agricultura e energia); b) política cambial; c) política comercial; d) política energética; e) política de desenvolvimento agrícola." (Conselho Monetário Nacional, 1981).

(5) Um controle nem sempre eficiente dado o irrealismo das metas e a inadequação dos critérios de desempenho. Vide a respeito Marques (1988).

(6) Estou chamando de fatores institucionais de competitividade às instituições e políticas governamentais que ampliam a competitividade frente ao exterior dos bens transacionáveis, tais como: desvalorizações cambiais, incentivos fiscais e subsídios, barreiras tarifárias e não tarifárias às importações (no caso da competitividade de bens substitutos de importações).

(7) Para uma discussão das razões da queda do superávit em 1986, vide Castro e Souza (1988).

(8) Vide a respeito Moura da Silva (1982).

(9) O crédito prêmio foi reinstituído em abril de 1981. Antes disso, ampliou-se os incentivos creditícios às exportações e foi estabelecido um imposto sobre as operações de câmbio de importações (um IOF de 15%). Vide a respeito Banco Central, RA 1980 e 1981, e Dib (1987).

(10) Vide a respeito o relatório do "staff" do FMI sobre o pedido de apoio financeiro pelo Brasil, publicado em Galvêas (1983), especialmente pp.139-142.

(11) A maxi veio substituir uma política de acertada com o FMI, na 1a. Carta de Intenções, de minidesvalorizações 1% a.m. acima da desvalorização de paridade. Essa última política, conforme avaliou o governo, "trouxe vários inconvenientes, entre os quais a elevação absurda da taxa de juros das operações realizadas em moeda estrangeira, impulsionando todas as demais taxas do mercado interno" (Galvêas, 1983, p.72).

(12) E não como uma parcela do preço virtual, entendido como aquele que seria cobrado na ausência dos benefícios. Exemplificando, um benefício de 50% não significa que o produto está sendo colocado no mercado pela metade do preço que teria na ausência dos benefícios, e sim a 66% (100/150).

(13) Isto porque esta isenção não tem a mesma consequência em termos de perda de arrecadação tributária que outras renúncias fiscais. Imagine-se por exemplo, um aumento das importações para fins de reexportação, com valor agregado interno insignificante diante do valor bruto da operação. A renúncia fiscal derivada do drawback é fictícia, pois na ausência deste mecanismo - e da operação por ele viabilizada - não haveria qualquer fato gerador de impostos alternativo (pois neste caso não se trata de produzir para o mercado externo como alternativa ao interno).

(14) Note-se que a queda observada em 1980 é explicável pela eliminação transitória de subsídios e incentivos associada à maxidesvalorização de dezembro de 1979.

(15) Pelos decreto-lei n.2413 de 10.02.88 foram estabelecidas alíquotas para o pagamento de imposto de renda, de 3% em 1989 e 6% em 1990, extinguindo assim o incentivo da isenção do imposto de renda até então prevalecente. Posteriormente, pela lei n.7988 de 28.12.89, a alíquota do IR, ainda para o exercício de 1990, foi elevada para 18%. Além disso, foram implementados cortes ainda mais fundos no crédito à exportação.

(16) Admitindo-se, como muitos autores recentemente, que a relação de preços "tradables"/"nontradables" é um indicador relevante da taxa de câmbio real (vide Zini(1988),p.73-80), conclui-se que o rebaixamento geral de tarifas, não contribui para aumentar as exportações (na medida em que não discrimina a favor dos "tradables").

(17) Para maiores detalhes das políticas de importações, vide IEI/UFRJ, BC, dezembro de 1990, e Banco Central, RA, vários números. A indiscutível evolução na política de redução do protecionismo não significa, entretanto, o estabelecimento das condições necessárias a uma abertura bem sucedida da economia. Araújo Jr. (1991) levanta dois obstáculos graves, a saber, a instabilidade cambial e a ausência de critérios explícitos de proteção, que comprometem a política por eliminar um ingrediente fundamental ao seu sucesso, que é a previsibilidade.

(18) Medida como a desvalorização necessária para retornar à paridade de um ano antes. O que significa que praticamente se retornou a situação cambial anterior à máxidesvalorização de 30%. Medida, alternativamente, como a queda do valor real da taxa de câmbio, como no quadro descritivo da política cambial apresentado a seguir, a defasagem foi de 20,4% (que corresponde à perda de 22,5 pontos percentuais mostrada no quadro).

(19) Em consequência da sobrevalorização cambial provocada principalmente pela política de prefixação em 1980, e querendo evitar uma nova maxi, o governo adotou uma prática que prosseguiria por toda a década: não descontar mais a inflação externa na fórmula de cálculo da desvalorização a ser decretada. No relatório anual do Banco Central de 1981, diz-se a esse respeito: "A política cambial seguida em 1981 caracterizou-se pela sua estreita relação com o comportamento da correção monetária - desprezando-se, por consequência a inflação externa -, como forma de assegurar alguma desvalorização real do cruzeiro face ao dólar norte-americano e compensar a desvalorização das principais moedas européias." Banco Central, RA, 1982, p.86

(20) O aumento da taxa de inflação é medido como $((1+i_n)/(1+i_0)) - 1$. Vide as razões no apêndice 6.2

(21) Vide a respeito o apêndice 6.2.

(22) Vide a respeito Souza (1990).

(23) Houve algumas tentativas que, de tão tímidas, não chegaram a alterar o quadro de defasagem. Assim, por exemplo, em 3/7/81, o governo promoveu uma máxidesvalorização de 12%. Contudo a aceleração inflacionária ocorrida no mês de junho - cuja dimensão integral só veio a ser conhecida a partir de meados de julho - praticamente anulava antecipadamente a midi, de forma que em agosto a taxa de câmbio real já havia retornado ao nível de maio (quando deflacionada pelo INPC), ou até mesmo sofrido uma valorização real de 15% (se o deflator for o IPA industrial).

(24) Em 1979, o então ministro Simonsen havia dito que a inflação era um problema sério, mas que o impasse externo era mortal. Nas condições presentes da economia brasileira a proposição parece ter se invertido.

(25) Em princípio seria possível argumentar que o critério empregado para avaliar a política cambial contém problemas, semelhantes aos identificados nas críticas à teoria da paridade do poder de compra da moeda. Ocorre, contudo, que um dos principais fatores que condenam a PPP, a saber, os diferenciais no crescimento da produtividade, atuariam no sentido de reforçar a defasagem cambial na segunda metade da década de 80. Para uma crítica à PPP, vide Zini(1988).

(26) No sentido de que não há necessariamente uma perda para a economia em questão. Na verdade se está substituindo o investimento doméstico e/ou consumo, por investimento no exterior/desendividamento ou consumo futuro.

(27) Parece ser consensual que a aplicação produtiva de parcela substancial dos recursos da dívida externa é uma das características distintivas do processo de endividamento externo brasileiro, por contraste com o de algumas outras economias latino-americanas.

(28) Para um exame do estrangulamento financeiro das empresas estatais provocado pela combinação da contenção tarifária com a alta dos juros do início da década, vide Werneck, 1986, p.562-72).

(29) A exemplo do tarifação concedido por ocasião da implementação do Plano Bresser.

(30) Estou considerando aqui um processo inflacionário impulsionado por expectativas e sancionado pela expansão monetária.

(31) Sobre as diferentes dimensões do problema fiscal e suas relações, vide Bresser Pereira (1989, p.20-22).

(32) O brevíssimo exame a seguir do problema do financiamento apóia-se nos trabalhos de Bontempo (1988) e Lundberg(1986). Os dados são de Bontempo, mas as conclusões diferem das desse autor.

(33) Embora a tabela se interrompa em 1987, é sabido que a partir de 1988 a pressão das operações externas foi bastante grande.

(34) Este ponto é reconhecido por Batista Jr (1990), na sua versão da questão da dívida enquanto problema fiscal.

(35) Não há dúvida que o ajustamento do balanço de pagamentos no período 1981-83 contribuiu -seja pela maxidesvalorização de 1983, seja pelo impacto das medidas heterodoxas- para a aceleração do processo inflacionário naquele momento, em conjunto com diversos outros fatores (como choques externos - petróleo e agrícola -, erros de política econômica, e aprofundamento da indexação).

(36) Para um aprofundamento destes dois últimos pontos, vide Castro e Souza (1991).

APÊNDICE 6.1

TABELA A1

INCENTIVOS ÀS EXPORTAÇÕES DE MANUFATURADOS

(em % do PIB)

ANOS	Incentivo Total I(*)	Incentivo exc. drawback(I)	Incentivo Total II(**)	Incentivos exc. drawback(II)
1969-75	.8%	.7%	...	...
1976-78	1.5%	1.3%	...	...
1979	2.1%	1.7%	)	)
1980	1.8%	1.4%	)	)
1981	3.2%	2.8%	) 2.1%	) 1.7%
1982	2.8%	2.4%	)	)
1983	3.2%	2.8%	2.8%	2.3%
1984	3.8%	3.2%	3.0%	2.5%
1985	3.1%	2.5%	2.5%	2.0%
1986	2.5%	1.9%	1.8%	1.4%
1987	2.8%	2.1%	2.0%	1.6%
1988	3.1%	2.4%	...	...

(*)Estimativas de Baumann, usando o conceito de benefícios potenciais

(*)Estimativas de Bontempo, utilizando os dados de desembolsos

efetivos do Banco Central e governo federal.

Fontes: Baumann(1989); Bontempo(1989); Banco Central, BPE, vários
números, IBGE (1990); FGV, CE (abr.1977)

APENDICE 6.2

Qualquer preço ou contrato corrigido pela inflação do mês anterior sofre uma depreciação real quando ocorre uma aceleração da inflação. O índice do valor real (IVR) de um tal contrato pode assim ser calculado:

$$IVR = V_n / V_0(p_n)$$

Onde: V_n = valor efetivo do contrato (ou preço) no período n

$V_0(p_n)$ = valor original do contrato a preços do período n

Se o contrato é corrigido do mês 1 ao n , pelas taxas de inflação de 0 a $n-1$, temos então que:

$$IVR = V \cdot (1+i_0) \cdot (1+i_1) \cdot \dots \cdot (1+i_{n-1}) / V \cdot (1+i_1) \cdot (1+i_2) \cdot \dots \cdot (1+i_n)$$

onde: V = valor original do contrato; i = taxa de inflação

E, simplificando:

$$IVR = (1+i_0) / (1+i_n)$$

Donde se conclui que, após n períodos, ao longo dos quais a inflação vem se acelerando, a correção necessária (d) para restaurar o valor real original (por ex., a desvalorização para eliminar o atraso cambial), isto é para igualar o valor do contrato a $V_0(p_n)$, seria:

$$o = (V_0(p_n) - V_n) / V_n = (V_0(p_n) / V_n) - 1 = (1/IVR) - 1$$

$$d = ((1+i_n) / (1+i_0)) - 1$$

- x -

Para aplicar a fórmula acima à análise da defasagem real que efetivamente tem ocorrido no Brasil, por conta da aceleração inflacionária, é preciso ter em conta que, por uma questão técnica, as

taxas de inflação anunciadas para determinado período correspondem, normalmente, a variações de preços efetivamente ocorridas em períodos anteriores. Portanto, mesmo contratos e preços corrigidos pela inflação divulgada como "do mês corrente" sofrem a depreciação real quando há aceleração inflacionária.

Para poder ser divulgado ao final do mês, a tempo de corrigir contratos na virada do período, o IPC (que vigiu até janeiro de 1991) era apurado entre os dias 15 do mês anterior e 15 do mês em curso, o que faz com que a média dos preços do período fosse em geral próxima à dos preços no final do mês anterior. E o IPC de $t-1$, pela mesma razão, correspondia aos preços médios do início do período $t-1$ (ou, do final do período $t-2$). A variação do IPC "do mês" correspondia pois, grosso modo, à variação dos preços ao consumidor entre o início e o final do mês anterior. Neste sentido é um indicador apropriado para deflacionar valores observados no final do mês, contra o final do mês anterior. Já o INPC, deslocado para frente 15 dias em relação ao INPC, e divulgado em meados do mês seguinte, corresponde aproximadamente à variação dos preços entre meados do mês anterior (ou a média dos preços do mês anterior) e meados do mês de referência. É portanto mais apropriado para deflacionar os valores médios mensais das variáveis. Para maiores detalhes, vide "índices de preços: nota explicativa", no Boletim de Conjuntura do IEI/UFRJ, vol.9 (1), abril de 1989.

Quando se deflaciona, por exemplo, a taxa de câmbio média do mês pelo INPC (que é divulgado em meados do mês seguinte ao da apuração), percebe-se, a posteriori, a defasagem cambial ocorrida. O mesmo quando

se deflaciona a taxa do final do mês pelo IPC do mês seguinte. Mesmo conhecendo o problema, não se pode contorná-lo, corrigindo, hoje, uma variável por um valor que só vai ser conhecido um mês adiante.

APÊNDICE 6.3
A POLÍTICA CAMBIAL NOS ANOS 80 E SEUS RESULTADOS

Etapa da Política Econômica	Período	P O L Í T I C A C A M B I A L		Variação real da taxa de câmbio(1) (ptos.X)	Variação da taxa de infla- ção (2)
		Regra de correção	Indexador Corr.extra X Data		
Delfin/ pré-fix.	1980 (dez/jan)	1 a 2 minis mensais, c/ prefix. anual 40% (3)	Corr. pre- fixada em 40% (3)	-	-
				-22,5%	-0,4%
Delfin ajuste	1981/82	3 minis men- sais	ORTN (4)	-	-
				+7,8%	+0,2%
Ajuste FMI 1	1983	minis semanais	IGP-DI(5) 30%	21/2/83	
				+14,7%	+1,3%
Ajuste FMI 2	1984 (até 3/85)	6 minis por mês	IGP-DI	-	
				-2,5%	+2,4%
Nova Rep. Fase 1 (Dornelles)	mar/85 a ago/85	desval. diária p/ média geom infl. dos 3 meses anter.	IGP-DI	-	-
				+2,4%	+6,3%
Nova Rep. Fase 2	set/85 a fev/86	desval. diária p/ infl. mês	IGP-DI/ IPCA(6)	-	-
				-11,3%	-1,5%
Cruzado I	1/3/86 a 15/11/86	congelada	-	1.81% 16/10/86	
				-2,3%	-8,7%
Cruzado II	16/11/86 a 31/12/86	desval. diária	cesta moe- das e cus- to de X	-	-
				-1,6%	+22,9%
Cruzado I.	1/1/87 a 15/6/87	desval. diária	INPC	8.49% 5/5/87	
Plano Bresser	15/6/87 a 30/12/87	desval. diária	IPC	9.50% 15/6/87	
				-4,6%	+5,6%
Marilson Feijão c/ arroz	1/1/88 15/1/89	desval. diária	IPC	-	-
				-10,2%	+14,6%
Plano Verão	16/1/89 a 30/4/89	congelada	-	17.00% 16/1/89 3.20% 18/4/89	
				-4,7%	-5,9%
Plano Verão	5/5/89 a 15/6/89	desval. lim. a 6 vezes a.m	IGP-FGV	4.50% 12/5/89	
				-38,3%	+60,8%
Plano Verão	16/6/89 a 15/3/90	desval. diárias	IPC	5.53% 13/6/89 11.98% 1/7/89	

Fontes: FUNCEX, Balança Comercial e Outros Indicadores Conjunturais, out./89, pg. 19; Banco Central, Relatório Anual e Brasil Programa Econômico, vários números; Conjuntura Econômica, vários números.

Notas relativas ao quadro da política cambial nos anos 80:

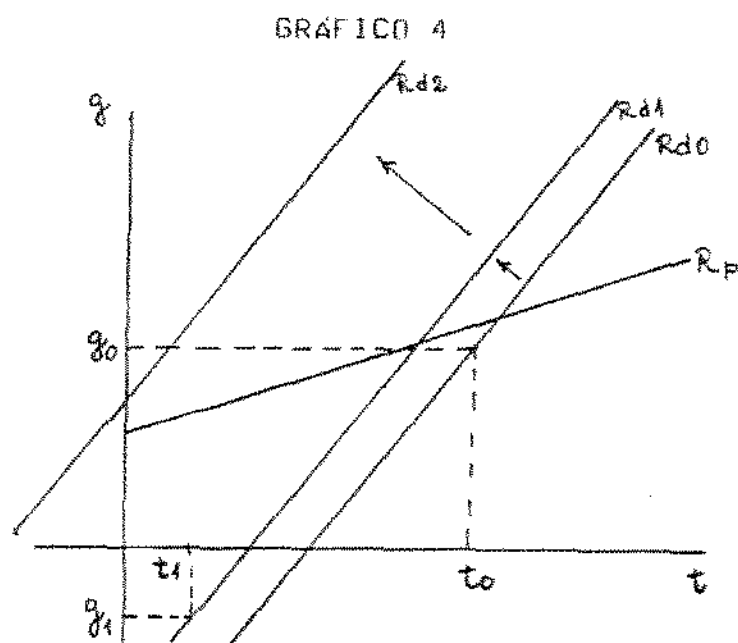
- (1) Variação da taxa de câmbio real Cr\$/US\$, deflacionando-se a taxa nominal pela relação entre o IPA-DG do Brasil e o IPA dos EUA. A medida da variação é feita em pontos percentuais para evitar uma apreciação viesada em direção à desvalorização, que decorreria do uso da variação percentual do índice da taxa de câmbio.
- (2) $((1+in/1+io))-1$, onde in é a variação mensal do IGP no final do período e io a variação mensal do IGP no início do período. Vide apêndice 2.
- (3) A meta de desvalorização de 40% para o ano sofreu uma revisão em junho de 1980, para um valor de 50% no período jul.80/jun.81, admitindo-se ajustes para a metade dezembro de 1980.
- (4) A variação das ORTNs eram anunciadas com um mês de antecedência que poderia provocar uma grande defasagem em momento de aceleração inflacionária como no início de 1982. De qualquer modo, a regra consistia em alinhar o câmbio (e a correção monetária) com a inflação, a cada trimestre, e não necessariamente mês a mês.
- (5) Na primeira carta de intenção ao FMI, o governo comprometia-se a desvalorizar o câmbio de acordo com a variação do IGP-DI mais 1% ao mês (Memorando Técnico de Entendimento, item 5). Depois da maxi de 30% em fevereiro, abandonou-se o acréscimo de 1%. O IGP-DI passou a ser então o critério, porém seguido com certa flexibilidade, ora sendo adotado como piso, ora como teto.
- (6) Até 27/11/85, a taxa de câmbio para o período compreendido entre o dia 15 do mês t , e o dia 15 do mês $t+1$, era corrigida pelo IPCA do mês t . A desvalorização de cada semana passou a ser divulgada antecipadamente, parcelando-se o total em minireajustes diários. A partir de 27/11 manteve-se o mesmo critério, substituindo-se o IGP-DI pelo IPCA. Vide Banco Central, RA 1985, p.76.

7. A PRECEDÊNCIA DA TRANSFORMAÇÃO ESTRUTURAL - UMA INTERPRETAÇÃO ALTERNATIVA DO AJUSTE BRASILEIRO

A crise da dívida externa colheu a economia brasileira em plena mutação. Nas palavras de Castro, "a estas alturas (1979/80) a economia já se encontrava manifestamente grávida das mudanças perseguidas desde 1974" (Castro e Souza, 1985, p.38). O fato de que o ajustamento aqui realizado se superpôs ao amadurecimento de uma transformação estrutural que produziria efeitos na direção requerida, introduz uma grande diferença em relação a outras experiências que não se beneficiaram de igual fenômeno. Em particular, contrasta agudamente com o caso alemão dos anos 20, em que o processo de ajustamento requerido teria que se dar num contexto de uma economia destruída pela guerra (vide apêndice 2.2 ao capítulo 2). No nosso caso, é necessário extremo cuidado analítico para distinguir entre as mudanças no balanço de pagamentos derivadas das transformações subjacentes em curso, daquelas induzidas pelas políticas de curto prazo.

Podemos descrever o efeito das transformações estruturais que amadurecem, digamos, entre 1980 e 1984, como um deslocamento ascendente da reta de restrição de divisas do modelo de dois hiatos. Observe-se o gráfico 4 a seguir, onde a taxa de crescimento (g) é limitada alternativamente pelas restrições de divisas (R_d) e de poupança (R_p). Para um nível inicial de transferências do exterior (como proporção do PIB) igual a " t_0 ", a taxa de crescimento está limitada a " g_0 " pelo teto mais baixo, que é constituído, neste caso, pela restrição de divisas (R_{d0}). Admitamos que fosse esta a situação

vivida pela economia brasileira no início dos anos 80, quando sobrevém a crise da dívida, e ocorre uma redução das transferências do exterior. Tenhamos em conta também que a entrada em operação dos projetos de investimento voltados para a substituição de importações e aumento das exportações, resultante dos investimentos da década de 70, irão deslocar progressivamente para a esquerda e para cima a reta de restrição de divisas (de $Rd0$ para $Rd1$ e $Rd2$). Vejamos então a interação dos dois processos.



A redução das transferências externas (digamos, de t_0 para t_1) supera, numa primeira fase, o efeito positivo, ainda embrionário, do deslocamento da reta de restrição de divisas (de $Rd0$ para $Rd1$), sobre a taxa de crescimento. A economia entra em recessão com a taxa de crescimento despencando para um valor negativo (g_1). Um deslocamento ascendente mais rápido da reta de restrição de divisas é freado, ademais, pela contração do comércio internacional. Nesse contexto, é a

exigência de acelerar o processo, tentando comprimir mais rapidamente o hiato de divisas, que provoca os custos (fiscais) adicionais referidos no capítulo anterior.

A entrada em operação massiva de unidades produtoras de exportáveis e substitutos de importação, auxiliada pela retomada da demanda externa, permite um deslocamento ascendente mais vigoroso da restrição de divisas em direção a $Rd2$. À medida em que isto vai ocorrendo o impacto positivo supera o efeito da perda de financiamento externo, permitindo taxas de crescimento cada vez mais elevadas, e tornando redundantes alguns dos instrumentos fiscais destinados a promover a elevação do superávit comercial. Quando finalmente a reta atinge a posição de $Rd2$, e intercepta o eixo dos y acima da restrição de poupança, a economia já se encontra livre da restrição de divisas, mesmo na ausência completa de financiamento externo. A partir daí, as barreiras ao crescimento, quando surgem, são de outra natureza (vide hiato de poupança e outros hiatos no capítulo 4).

A tese do saldo estrutural teve, a meu ver, a virtude de haver lançado luz sobre o fenômeno acima, permitindo uma compreensão mais adequada a recuperação do período 1984-86, ao mesmo tempo em que contribuiu para descartar alguns falsos problemas da economia brasileira na segunda metade da década. A concentração do foco sobre um aspecto da questão - de importância decisiva, como já se sugeriu -, deixou, contudo, a descoberto outras dimensões que convém agora retomar. Isto será feito, de maneira muito sintética, na seção 7.1 a seguir.

7.1- O Saldo Estrutural Revisitado

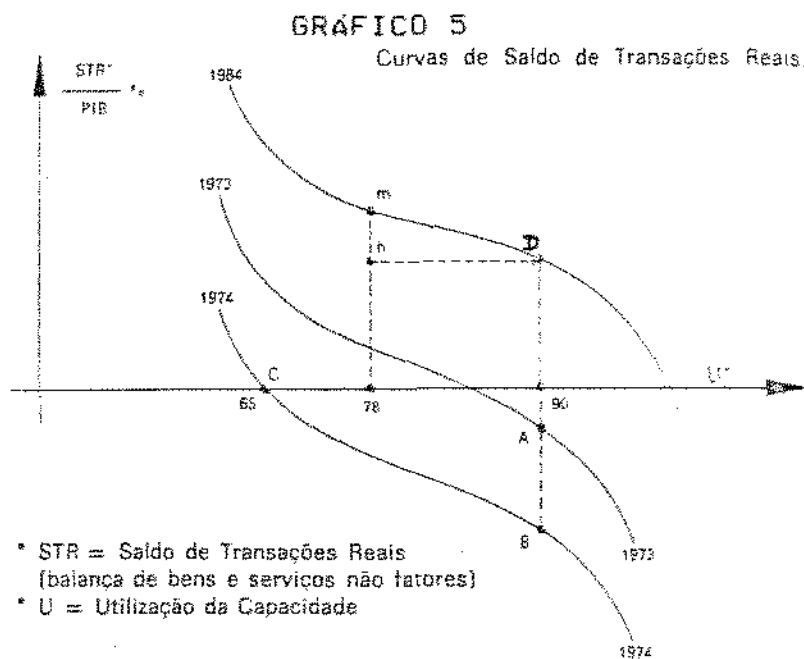
Começemos por uma brevíssima recapitulação tese do saldo estrutural.

Como resultado do amplo programa de substituição de importações de insumos básicos e bens de capital, consubstanciado no II PND, houve um grande aprofundamento da integração e diversificação da capacidade produtiva doméstica. Em particular, avançou-se para "um maior grau de intersecção entre a economia e a base de recursos naturais" (Castro, in Castro e Souza 1985, p.62). Visto de outra maneira, a mais recente onda de substituição de importações ocorria agora na "base da pirâmide produtiva", e portanto não dava origem a novas pressões de importação de bens intermediários e de capital, que de outra forma reporiam o estrangulamento externo (1). Como consequência, baixava dramaticamente o coeficiente importado da economia.

Embora sublinhando o papel da substituição de importações, a tese também fazia referência ao aumento da capacidade de exportação derivada da diversificação da capacidade produtiva: "o ciclo de investimentos associado àquela estratégia permitiria à economia brasileira reduzir drasticamente suas necessidades de importação... Além disso, seja em decorrência de programas especiais de investimento (como, por exemplo, o de papel e celulose), seja como resultado da elevação do nível geral de produtividade da economia, sua capacidade de conquistar novos espaços no mercado internacional de manufaturas continuou em franca progressão." (Castro e Souza, 1988, p.95)

Ampliada a capacidade de exportação e reduzido o coeficiente importado, estava gerada uma brecha positiva, de natureza estrutural, entre exportações e importações. Evidências sugestivas a respeito não faltavam. Ao contrário de outras economias que se ajustaram e viram o saldo diminuir tão logo retomavam o mais modesto dos crescimentos, o Brasil voltou a crescer com sustentação e até mesmo elevação do superávit comercial, depois do ajuste 1981-83 (2)

Assim formulada a idéia de um superávit estrutural contém um certo viés tecnicista. Para melhor aclarar o ponto, examinemos o gráfico abaixo, reproduzido de Castro e Souza (1985, p.64).



Cada uma das três curvas relaciona o saldo em transações reais (como proporção do PIB) ao grau de utilização da capacidade instalada. O gráfico ilustra, de maneira muito clara, como o choque do petróleo jogou para baixo o saldo de transações reais "de plena capacidade". Ou seja, para operar à plena capacidade, a partir de 1974, a economia

precisaria contar com um financiamento externo muito superior ao que seria necessário no passado, dado que a partir de então se incorria num déficit em transações reais superior para cada nível de uso capacidade produtiva. Mais tarde, como resultado defasado das transformações operadas na economia pela safra de investimentos da segunda metade dos anos 70, a curva do saldo de transações reais teria se deslocado para cima e para a direita (curva 1984). Em consequência do deslocamento, para os mesmos níveis de utilização de capacidade, obter-se-ia agora um saldo mais elevado do que nas duas situações anteriores. Dentro da curva, entretanto, quanto menor a capacidade ociosa (isto é, quanto maior U), menor o superávit.

Confrontado com a realidade das duas últimas décadas, o gráfico acima parece bastante elucidativo. Mas há um problema com a explicação oferecida para os deslocamentos da curva do saldo das transações reais. O argumento foi elaborado exclusivamente em termos de coeficientes técnicos, de produtividade, e de propensões setoriais ("espontâneas" ou fomentadas) a importar e exportar. Esta é uma condição necessária para as mudanças no saldo de transações reais, mas certamente não é suficiente. Vejamos porque.

Comparando-se os pontos A, B, e D, notamos que todos eles correspondem ao nível de utilização da capacidade de 90%, que podemos considerar como de plena capacidade, ou produto máximo. Ao mesmo tempo, observando a identidade abaixo, das contas nacionais, em que os agregados estão representados como proporção do produto potencial, nota-se que a elevação do saldo de transações reais (como proporção do PIB), pressupõe uma redução dos demais componentes de dispêndio.

Portanto, o deslocamento ascendente da curva do saldo de transações reais corresponde a reduções da propensão a consumir ou da taxa de investimento da economia.(3)

$$c + i + str = 1.$$

Como a idéia do saldo estrutural supõe que a capacidade de crescimento da economia não é afetada pelo superávit, subentendido está que o ajuste se dá pela redução da participação do consumo (público ou privado), na renda. Cabe então a seguinte pergunta: existem razões para que as transformações do aparelho produtivo levem a uma redução da propensão a consumir da economia? É uma questão semelhante à endereçada por Alexander ao enfoque das elasticidades (vide capítulo 3.1). Em outras palavras, o deslocamento das curvas pressuposto no gráfico (e que evidentemente supõe mantida a capacidade inversora), implica não apenas as mudanças na esfera produtiva, realçadas na tese do saldo estrutural, mas também uma elevação da taxa de poupança.

Em suma, a tese do saldo estrutural, construída na tradição dos modelos da teoria do desenvolvimento, destacou uma face do processo do ajuste brasileiro totalmente encoberta pela visão macroeconômica agregativa. Porém, a não ser que haja boas razões para se supor que as transformações na órbita da produção por algum caminho acabam afetando as variáveis macro - em particular a taxa de poupança - na direção e intensidades necessárias, a interpretação do ajustamento ocorrido requer uma explicação complementar no campo macroeconômico.

7.2- Implicações

Uma definição de superávit estrutural mais sólida deve portanto incorporar não apenas uma determinada estrutura produtiva (que seja capaz de gerar um montante de exportações superior ao nível de importações de que necessita para operar), mas também um conjunto de instituições que garantam a competitividade da economia (4) e uma dada taxa de poupança (Vide Castro e Souza, 1991).

A taxa de poupança da economia é apenas parcialmente resultado de uma propensão a consumir de natureza psicológica. Depende ainda da divisão da renda entre o setor público e privado; da parcela retida dos lucros das empresas (que afeta a distribuição do poder de disposição sobre a renda entre famílias e empresas); da estrutura financeira (alternativas atraentes para a poupança familiar/ alternativas de financiamento ao consumo); do sistema previdenciário; da estrutura etária da população, etc. (5). Isto faz com que a taxa de poupança seja afetada pela estrutura institucional do país e pelo próprio ritmo de crescimento da economia (6).

A passagem de uma situação deficitária para outra superavitária nas transações reais com o exterior, sem que haja prejuízo para a taxa de crescimento a longo prazo, pressupõe a elevação da taxa de poupança pública e/ou privada. Não cabe aqui uma investigação sobre os efeitos das políticas industriais e de desenvolvimento sobre as instituições e comportamentos determinantes da taxa de poupança. Cabe assinalar, entretanto que, no caso brasileiro, na medida em que os investimentos massivos do setor público dos anos 70 entrassem em operação, deveriam

gerar uma renda capaz de elevar a poupança pública, o que promoveria, pelo menos em parte, uma geração, ao nível macro, das condições para a formação do superávit, em correspondência com as transformações ao nível técnico(7). Isto, como se sabe, não ocorreu, seja porque a carga fiscal e as tarifas foram rebaixadas, seja porque houve uma razoável elevação do consumo público. Em lugar disso, ocorreu um ajuste por meio da redução do investimento público e do aumento da taxa de poupança privada (derivada do aumento das transferências do governo)(8). Tais distorções poderão comprometer as bases macroeconômicas do superávit quando a economia retomar o crescimento. A sociedade brasileira se verá portanto diante da escolha entre corrigir esses problemas ou retomar o processo de endividamento externo (evidentemente, na medida em que exista esta possibilidade).

Finalmente não se pode deixar de constatar que as bases materiais do saldo estrutural também se estreitaram nos anos recentes. De um lado, o reduzido nível de investimento - e o conseqüente baixo grau relativo de incorporação tecnológica - levou a uma perda de terreno em termos de competitividade externa, cuja amplitude é difícil de avaliar(9). Por outro lado, o desmonte das políticas e instituições que reforçavam a capacidade de competição das empresas brasileiras pode ter ido longe demais. Este é certamente o caso da política cambial. A perda de espaço nos mercados externo e interno que daí advém pode sucatear parte da estrutura industrial construída nas últimas décadas. Acertar na dosagem entre a proteção excessiva e a exposição destrutiva é questão vital para o futuro econômico do país. Pois a integração e versatilidade do parque produtivo constituem um

trunfo precioso, talvez o único sinal de avanço econômico que emergiu durante a década de 80. Sua perda nos traria de volta o velho fantasma do estrangulamento externo.

NOTAS:

(1) Conforme analisado por Tavares (1972) em seu conhecido ensaio sobre o processo de substituição de importações

(2) Vide Castro e Souza, 1985, p.63, e 1988, p.95-96.

(3) Ao mesmo nível de produto (digamos, com $U=90\%$), um maior saldo corresponde a um nível absoluto menor de consumo e/ou investimento.

(4) Ou seja, pressupõe-se, entre outras coisas, uma política cambial que não permita uma valorização real elevada do câmbio. Bacha (1990), por exemplo, afirma que "certamente haverá uma taxa de câmbio suficientemente baixa para fazer desaparecer o suposto superávit comercial". Que uma política cambial mal conduzida pode ter um efeito extremamente destrutivo para uma economia, é algo que aprendemos com a experiência argentina sob Martinez de Hoz. Evidentemente, o conceito aqui abordado não supõe aberrações na condução da política econômica.

(5) Vide Mikesell e Zinser (1973) e Yusuf e Peters (1984)

(6) Vide a respeito Modigliani (1987)

(7) Qualquer ajuste adicional dependeria de mudanças institucionais, como por exemplo, uma elevação da carga tributária.

(8) O aumento da taxa de poupança privada é em certa medida uma contrapartida da queda da taxa de poupança pública. Com efeito, o aumento das transferências do setor público ao privado faz com que a

participação deste último na renda total se amplie. Em consequência, mesmo que mantenha uma mesma propensão a poupar a partir de sua renda disponível, a taxa de poupança do setor privado, calculada como percentual do PIB cresce (dado que a relação entre a renda disponível do setor privado e o PIB também cresce).

(9) Mas certamente não tem as proporções alarmistas frequentemente veiculadas. Conforme Araújo Jr (1991,p.11), "Embora os investimentos em pesquisa e desenvolvimento realizados pela indústria brasileira sejam muito inferiores ao dos países industrializados...a economia é bastante dinâmica quanto à absorção de inovações geradas no resto do mundo... A única novidade ... é a de que, mesmo após os anos turbulentos da década de 80, essa característica não desapareceu, e, portanto, é falsa a crença tão difundida recentemente, de que o parque industrial esteja em vias de ser sucateado".

Bibliografia:

- Aldcroft, D.H. From Versailles to Wall Street. Pelican Books, 1987.
- Alexander, S.S. Effects of a Devaluation on a Trade Balance. IMF Staff Papers, vol. II, apr. 1952.
- Araújo Jr. Uma estratégia não liberal para a abertura da economia brasileira. IEI/UFRJ, Textos para Discussão no.255, março de 1991.
- Argy, V. The Postwar International Money Crisis. George Allen and Unwin, London, 1981.
- Avramovic, D. et al. Economic Growth and External Debt. The John Hopkins Press, 1964.
- Bacha, E.L., e Díaz Alejandro, C.F. O Mercado Internacional de Capitais Visto da Periferia. In: Anais do VIII Encontro Nacional de Economia, ANPEC, 1980.
- Bacha, E.L. Crescimento com oferta limitada de divisas: uma reavaliação do modelo de dois hiatos. Pesquisa e Planejamento Econômico, 12 (2), agosto de 1982.
- , Prólogo para a terceira carta. Revista de Economia Política, vol.3, n.4, out-dez de 1983.
- , Um modelo de três hiatos. Pesquisa e Planejamento Econômico, Rio de Janeiro, vol.19, n.2, agosto de 1989.
- , O fisco e as divisas: um novo enfoque para a dívida externa. Nova Economia, Belo Horizonte, vol.1, no.1, p.37-49, nov. 1990.
- , The Brady Plan and Beyond: New Debt Management Options for Latin America, mimeo, maio de 1991.
- Batista Jr., P.N. Formação de capital e transferência de recursos ao exterior". Revista de Economia Política, 7 (1), jan-mar de 1987.
- , A restrição externa ainda não foi superada. CORECON/SP, Economia e Perspectiva, no.6, setembro de 1984.
- , Déficit e financiamento do setor público brasileiro: 1983-1988. Revista de Economia Política, São Paulo, vol.10, n.4, out-dez/1990.

- Baumann, R. Ajuste externo - experiência recente e perspectivas para a próxima década. In: Para a década de 90: prioridades e perspectivas de políticas públicas, vol 2, Setor Externo. IPEA/IPLAN, Brasília, 1989.
- Belluzzo, I. G. M. Financiamento externo e déficit público. IESP/FUNDAP, Textos para Discussão n.15, São Paulo, setembro de 1988.
- Biggs, G. A Crise da Dívida Latino-Americana. Ed. Paz e Terra, 1987.
- Bhagwati, J.N. Rethinking trade strategy. In: Lewis, J.P. e Kallab, V. (eds.) Development strategies Reconsidered. Transactions Books, USA, 1986.
- Blejer, M. e Ize, A. Incertidumbre del ajuste, fallas de coordinación, y crecimiento: América Latina tras la crisis de la deuda. Mimeo, março de 1989.
- Bontempo, H.C. Transferencias Externas e financiamento do governo federal e das autoridades monetárias. Pesquisa e Planejamento Econômico, vol.18, n.1, abril de 1988.
- , Política cambial e superávit comercial. Pesquisa e Planejamento Econômico, Rio de Janeiro, vol.19, n.1, abril de 1989.
- Bresser Pereira, L. Da crise fiscal à redução da dívida. In: Bresser Pereira, L. (org.) Dívida Externa: Crise e Soluções. São Paulo, ed. Brasiliense, 1989.
- Cardoso, E.A. e Fishlow, A. Macroeconomia da Dívida Externa. São Paulo, editora Brasiliense, 1989.
- Castro, A.B. e Souza, F.E.P. A economia brasileira em marcha forçada. Rio de Janeiro, ed. Paz e Terra, 1985.
- , O Saldo e a Dívida. Revista de Economia Política, 8 (2), abril-junho de 1988.
- , Dívida externa: macroeconomia do ajustamento estrutural. Mimeo, 1991.
- CEPAL. Crisis Económica y Políticas de Ajuste, Estabilización e Crecimiento. Cuadernos de la CEPAL, Naciones Unidas, Santiago de Chile, 1986.
- Chenery, H.B., e Strout, A.M. Foreign assistance and economic development. American Economic Review, vol.

- LVI, pp. 697-753, set. de 1966
- Cohen, B.J. Organizing the World's Money The Macmillan Press Ltd., 1978.
- Conselho Monetário Nacional, Política do Setor Externo, Brasília, 21.01.1981.
- , Programação do Setor Externo em 1983, Brasília, 25.10.1982.
- Cooper, R.N. Currency Devaluation in Developing Countries. Princeton University, Essays in International Finance, no 86, June 1971.
- Coutinho, L.G. Pontos mínimos para uma negociação soberana e realista. In: Fórum Gazeta Mercantil, FMI x Brasil: A Armadilha da Recessão. Gazeta Mercantil ed., São Paulo, 1983.
- Crockett, A. International Money - Issues and Analysis. Academic Press, NY, 1977.
- Cruz, P.D. Dívida Externa e Política Econômica. São Paulo, ed. Brasiliense, 1984.
- Dib, M.F.S.P. Importações Brasileiras: Políticas de Controle e Determinantes da Demanda. BNDES, 2a edição, 1987.
- Fishlow, A. Evolução das Teorias Econômicas na América Latina. Literatura Econômica, IPEA, junho de 1986.
- Fleming, J.M. Domestic Financial Policies under Fixed and under Floating Exchange Rates. In: International Monetary Fund Staff Papers, vol.9, no.3, 1962. Reimpresso em Cooper, R.N. International Finance, Penguin Books, 1969.
- Frenkel, J.A. e Johnson, H.G. The Monetary Approach to the Balance of Payments: Essential Concepts and Historical Origins. In Frenkel, J.A., e Johnson, H.G. The Monetary Approach to the Balance of Payments. George Allen and Unwin Ltd., 1977.
- Furtado, C. Teoria e Política do Desenvolvimento Econômico. São Paulo, Companhia Editora Nacional, 4a. edição, 1971.
- Galvêas, E. e Langoni, C.G. Carta de Intenções do Governo Brasileiro ao Fundo Monetário Internacional, e Memorando

- Técnico de Entendimento. Revista de Economia Política, vol.3, n.4, out-dez de 1983.
- Galvêas, E. A Crise Mundial e a Estratégia Brasileira de Ajustamento do Balanço de Pagamentos. Banco Central do Brasil, Brasília, 1983.
- Giambiagi, F. O desequilíbrio interno. In: Perspectivas da economia brasileira - 1989. IPEA/INPES, Rio de Janeiro, 1989.
- , Problemas de financiamento do setor público. Mimeo, agosto de 1991.
- Giambiagi, F. e Amador, E.J. Taxa de poupança e política econômica: notas sobre as possibilidades de crescimento numa economia com restrições. Revista de Economia Política, vol.10,n.1, jan-março/1990.
- IBGE. Estatísticas Históricas do Brasil, Rio de Janeiro, 2a.edição, 1990.
- IMF. Theoretical Aspects of the Design of Fund-Supported Adjustment Programs. A study by the Research Department of the International Monetary Fund. Occasional Papers, No. 55, Whashington,D.C., sept. 1987.
- Johnson, H.G. The transfer problem and exchange stability. In: Cooper, R.N. (ed). International Finance. Penguin Books, 1a.edição, 1969, reimpresso em 1971.
- , Money, Balance of Payments Theory, and the International Monetary Problem. Princeton University Press. Essays in International Finance, No.124, 1977a.
- , The Monetary Theory of Balance-of-Payments Policies. In Frenkel, J.A., e Johnson, H.G., The Monetary Approach to the Balance of Payments, George Allen and Unwin Ltd., 1977b.
- , Em prol de uma teoria geral do balanço de pagamentos. In Savasini, J.A.A. et alii, Economia Internacional, ed. Saraiva, S. Paulo, 1979.
- Kalecki, M. Crescimento e Ciclo nas Economias Capitalistas. São Paulo, Hucitec, 1977.
- Keynes, J.M. The german transfer problem. The Economic Journal, vol.XXXIX, mar. 1929a.
- , A rejoinder. The Economic Journal, vol.XXXIX,

Jun. 1929b.

- The Collected Writings of John Maynard Keynes. Vol. XVIII, The End of Reparations, ed. por E. Johnson. Cambridge University Press, for the Royal Economic Society, 1978.
- The Collected Writings of John Maynard Keynes. Vol. IX, Essays on Persuasion. Cambridge University Press, for the Royal Economic Society, 1972.
- Kindleberger, C.P. International Capital Movements. Cambridge University Press, 1987, reprinted 1988.
- Krugman, P. e Taylor, L. Contractionary effects of devaluation. Journal of International Economics, 8, 1978.
- Kuznets, S. International differences in capital formation and financing. In: Abramovitz, M. (ed) Capital Formation and Economic Growth. Princeton University Press for the NBER, 1956.
- Kuznets, S. Aspectos Quantitativos do Desenvolvimento Econômico. Ed. Forense, 1a. edição brasileira, 1970.
- League of Nations. International Currency Experience. Series of League of Nations Publications, impresso pela Princeton University Press. EUA, 1944.
- Lundberg, E.L. O desequilíbrio financeiro do setor público - restrição externa, restrição orçamentária, restrição monetária - uma nota. Estudos Econômicos, vol. 16, n. 2, maio-agosto 1986.
- Marques, M.S.B. FMI: A experiência brasileira recente. In: Batista Jr. (org) Novos Ensaios sobre o Setor Externo da Economia Brasileira. Estudos Especiais IBRE n. 6, Rio de Janeiro, ed. da Fundação Getúlio Vargas, 1988.
- 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, ed. Saraiva, 1979.
- Mikesell, R. e Zinser, J.E. The Nature of Savings Function in Developing Countries: A Survey of the Theoretical and Empirical Literature. Journal of Economic Literature, march 1973.
- Ministério da Economia, SEPE, Proposta de Reestruturação da

- Dívida Externa do Setor Público Brasileiro, mimeo, 1990.
- Ministério da Fazenda, O Financiamento do Desenvolvimento Econômico, 1987.
- Modigliani, F. The Key to Saving is Growth, not Thrift (interview). Challenge, may-june 1987.
- Moura da Silva, A. Preço real dos derivados de petróleo. Conjuntura Econômica, Rio de Janeiro, setembro de 1982.
- North, D.C. International capital movements in historical perspective. In: Mikesell, R.F. (ed) Private and Government Investment Abroad. 1962.
- Nowzad, B. Lições da década da dívida. Finanças e Desenvolvimento, vol.10, n.1, março de 1990.
- Ohlin, B. The reparation problem, a discussion. The Economic Journal, n.154, vol. XXXIX, June, 1929a.
- , A rejoinder from Professor Ohlin. The Economic Journal, n.155, vol. XXXIX, sept. 1929b.
- Pinheiro, A.C. e Matesco, V. Relação capital/produto incremental: estimativas para o período 1948/87. Pesquisa e Planejamento Econômico, Rio de Janeiro, vol.19, n.3, dez. 1989.
- Prebisch, R. Interpretación del Proceso de Desarrollo Latinoamericano en 1949. 2a. edição, comemorativa do XXV aniversário da CEPAL, Santiago do Chile, 1973.
- , Dinâmica do Desenvolvimento Latino-americano. Editora Fundo de Cultura, Rio de Janeiro, 2a. edição brasileira, 1968.
- Polak, J.J. Monetary Analysis of Income Formation and Payments Problems. In: Fundo Monetário Internacional, The Monetary Approach the Balance of Payments, IMF, 1977.
- Reis, E.J. A superação da crise atual: ajuste fiscal e renegociação externa. In: Perspectivas da economia brasileira - 1989, IPEA/INPES, Rio de Janeiro, 1989.
- Rhomberg, R.R. e Heller, H.R. Introductory Survey. In: International Monetary Fund, The Monetary Approach to the Balance of Payments; a Collection of Research

- Papers by Members of the Staff of the International Monetary Fund, Washington, D.C., 1977.
- Robinson, J. Reminiscências. In: Contribuições à Economia Moderna, Zahar Editores, RJ, 1979(a).
- O Jogo dos Remédios para o Desemprego. In: Contribuições à Economia Moderna, Zahar Editores, RJ, 1979(b).
- Rolfe, S.E. e Burtle, J.L. O Sistema Monetário Mundial. Zahar editores, Rio de Janeiro, 1975.
- Sachs, J.D. Políticas comercial e cambial em programas de ajustamento voltados para o crescimento. Revista de Economia Política, São Paulo, vol. 8, n. 2, abr-junho de 1988.
- Silva, J.C.F. Retrospecto do Desempenho Macroeconômico. In: IPEA, Perspectivas da Economia Brasileira - 1989. Rio de Janeiro, 1989.
- Silveira, C.C.L.P., e Giambiagi, F. Dívida externa, encargos financeiros e seu impacto no déficit público: uma reavaliação. Mimeo, janeiro de 1989.
- Société des Nations. Mémoire sur les Balance des Payments et sur les Balances du Commerce Extérieur, 1910-23. Genève, 1924.
- Mémoire sur les Balance des Payments et sur les Balances du Commerce Extérieur, 1913-27. Genève, 1928.
- Sodersten, B. International Economics, Harper e Row, Publishers, NY, 1970.
- Souza, F.E.P. O regime de câmbio flutuante numa etapa de transição. Anais do 18o Encontro Nacional de Economia, ANPEC, Brasília, 1990.
- Tavares, M.C. Da Substituição de Importações ao Capitalismo Financeiro. Rio de Janeiro, Zahar Editores, 1972.
- Pontos mínimos de um plano de emergência para a economia brasileira. IEI/UFRJ, Boletim de Conjuntura, vol. 4, no. 1, jan. 1984.
- Triffin, R. O colapso monetário internacional e a reconstrução em abril de 1972. In: Savasini, J.A.A. et alli (org.) Economia Internacional, ed. Saraiva, 1979.

Werneck, R.L.F. Poupança estatal, dívida externa e crise financeira do setor público. Pesquisa e Planejamento Econômico, Rio de Janeiro, vol.16, n.3, dez.1986.

-----, Ajuste fiscal e dispêndios não-financeiros do setor público. Revista de Economia Política, São Paulo, vol.10,n.1,jan-mar. 1990.

Williamson, J. The Open Economy and the World Economy. Basic Books, New York, 1983.

Yusuf, S., e Peters, R.K. Savings Behavior and its Implications for Domestic Resource Mobilization: The Case of the Republic of Korea. World Bank Staff Working Papers, no.628.1984.

Zini Jr., A.A. As minidesvalorizações brasileiras: política cambial adequada com choques de oferta? Estudos Econômicos, São Paulo, vol.18,n.1,p.51-71, jan-abr.1988.

PERIODICOS (Abreviaturas)

- Banco Central, Brasil Programa Econômico (BPE)
- Banco Central, Boletim Mensal (BM)
- Banco Central, Relatório Anual (RA)
- Banco Mundial (BIRD), World Debt Tables (WDT)
- CACEX, Comércio Exterior, Séries Estatísticas (CESE)
- CEPAL, Notas sobre la Economía y el Desarrollo - Balance Preliminar de la Economía de America Latina y el Caribe (BPAL)
- Fundação Getúlio Vargas, Conjuntura Econômica (CE)
- GATT, International Trade (IT)
- Instituto de Economia Industrial da UFRJ, Boletim de Conjuntura (BC)