

O balanço de pagamentos e o passivo externo do Brasil: perspectivas de médio prazo*

FABIO GIAMBIAGI**

EUSTAQUIO REIS***

MARCO ANTÔNIO F. H. CAVALCANTI***

ALEXANDRE SAMY DE CASTRO***

Este artigo analisa as perspectivas de médio prazo — até 2003 — para o passivo externo brasileiro baseando-se em um esquema analítico que calcula o saldo em conta corrente requerido para estabilizar o coeficiente passivo externo/exportações. São realizadas simulações para as principais contas do balanço de pagamentos sob diferentes cenários para o crescimento do comércio mundial e para o nível de atividade econômica doméstica. Mostra-se que a sustentabilidade do endividamento externo do país depende crucialmente da evolução do comércio mundial, a qual impõe um limite ao crescimento doméstico sustentável.

1 - Introdução

A introdução do real (R\$), em julho de 1994, foi seguida de uma valorização significativa de sua taxa de câmbio em relação às principais moedas estrangeiras. Essa valorização teve papel importante na redução da inflação e contribuiu decisivamente para o rápido processo de estabilização verificado a partir daí. Essa apreciação cambial, combinada com a recuperação do nível de atividade econômica doméstica que ocorreu no início da estabilização, provocou, contudo, a dramática reversão da balança comercial e dos saldos em conta corrente do país e, conseqüentemente, a elevação de seus níveis de endividamento externo.

Desde então, o Brasil assistiu a três crises no mercado financeiro internacional de outras das chamadas “economias emergentes”: a do México, no início de 1995, a da Ásia, que teve seu começo na Tailândia, em meados de 1997, e a da Rússia, em 1998.¹ Como o Brasil, todos esses países eram vistos até então como

* Os autores agradecem os comentários dos participantes de seminário realizado na PUC/RJ a uma versão anterior do texto, bem como as sugestões de dois pareceristas anônimos.

** Do BNDES.

*** Da Diretoria de Pesquisa do IPEA.

¹ Para uma análise do caso mexicano, ver Lustig (1996). A respeito da crise asiática, ver Corsetti, Pesenti e Roubini (1998).

alternativas interessantes para a aplicação de capitais, apesar de diversos sintomas de fragilidade econômica e, em particular, dos déficits em conta corrente elevados e crescentes no México e na Ásia. Em todos os casos, contudo, as políticas de sustentação do regime fracassaram e, sucumbindo a ataques especulativos típicos, redundaram em desvalorizações cambiais drásticas. Essa constatação suscitou no Brasil e na comunidade internacional dúvidas em relação à trajetória do real.²

Finalmente, em janeiro de 1999, as expectativas negativas foram confirmadas e as possibilidades de sustentação do regime cambial brasileiro desmoronaram. Após expressiva perda de reservas internacionais ao longo dos últimos meses de 1998 e nos primeiros dias de 1999, as autoridades econômicas foram obrigadas a deixar a taxa de câmbio flutuar, gerando desvalorização de mais de 60% em apenas 15 dias.

A maxidesvalorização cambial deverá propiciar forte impulso às exportações e desestímulo às importações, gerando significativa melhora nos saldos comerciais. Contudo, em face da magnitude do passivo externo brasileiro acumulado no passado — e, conseqüentemente, das significativas despesas com juros, lucros e dividendos remetidos para o exterior —, é possível que a melhora nos saldos comerciais se traduza em queda relativamente pequena dos déficits em conta corrente, revelando-se, assim, incapaz de reverter o processo de endividamento externo do país. Resta verificar, portanto, sob que condições a sustentabilidade da trajetória de endividamento externo do país estará garantida.

Tendo essas considerações como pano de fundo, este artigo tem como objetivo projetar a trajetória provável para o passivo externo brasileiro — aqui considerado igual à soma da dívida externa líquida e dos ativos estrangeiros líquidos no país.³ Dessa forma, o artigo pretende contribuir para o debate atual sobre política econômica do Brasil no qual, depois de vários anos, reemergem as preocupações com relação ao endividamento externo [ver Ponta (1996), Giambiagi (1997), Maka (1997) e Almonacid e Scrimini (1996)].⁴

2 A respeito desse tipo de questão, vale lembrar o comentário de Dornbusch (1982) que, refletindo sobre os episódios de apreciação cambial observados no final dos anos 70 no Cone Sul, concluiu que: “(...) la gente, aunque será a menudo asegurada de los beneficios de esa política, igual tendrá dudas. Habrá aún alguna posibilidad de que pueda tener lugar un salto revaloratorio. Esta posibilidad se reflejará en las tasas internas de interés. Las tasas nominales subirán por la expectativa de depreciación a pesar de que la inflación local se reduzca por la política deflacionaria. Entonces las tasas de interés real internas serán altas, y muy posiblemente en alza, mientras la deflación está ocurriendo. Ello, a su vez, implica menor inversión y crecimiento de la productividad y, de esta forma, un período más largo para recobrar la competitividad” (p.199).

3 Pode ser feito um paralelo entre esse tipo de temática e a preocupação a respeito da trajetória futura do endividamento público, reflexo do “déficit gêmeo” em relação ao da conta corrente, representado pelo desequilíbrio das contas públicas. Para uma análise das perspectivas da evolução da dívida pública ao longo do tempo, em diferentes cenários, ver Werneck e Bevilacqua (1997) e Além, Giambiagi e Pastoriza (1997).

4 Para uma discussão dessas questões nos anos 80, ver Reis, Bonelli e Polônia (1988) e Rossi (1989).

O trabalho está organizado em seis seções. A Seção 2 discute a política cambial e a evolução da conta corrente no Brasil depois de 1994. A Seção 3 apresenta um esquema analítico para se caracterizar as condições de sustentabilidade do equilíbrio em conta corrente. A Seção 4 discute as estimações econométricas das equações de exportações e importações. A Seção 5 analisa os cenários alternativos para as trajetórias da economia mundial e do PIB e, como resultante, do passivo externo do país. Finalmente, a Seção 6 apresenta as conclusões do trabalho.

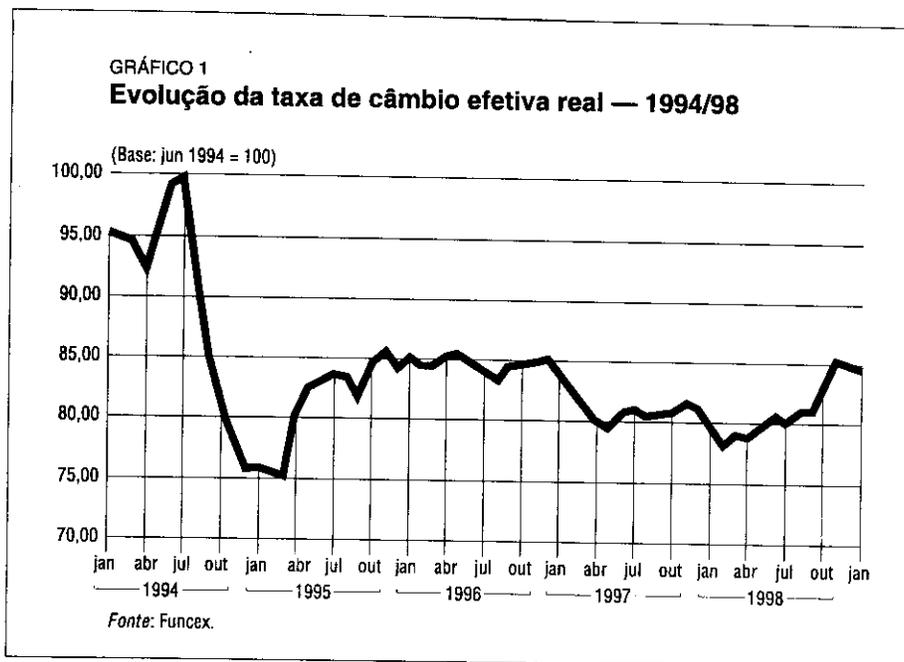
2 - A política cambial brasileira desde o Plano Real

Ao lançar o Plano Real, no final de junho de 1994, o governo brasileiro se comprometeu com metas monetárias que, junto com a taxa de câmbio, atuariam como âncoras do processo de estabilização inflacionária. Como é comum nas experiências de estabilização desse tipo, as taxas de juros reais foram fixadas em níveis bastante elevados. Em consequência, verificou-se aumento significativo na entrada de capitais externos, ao mesmo tempo que, cumprindo as metas monetárias vigentes, o governo recusava-se a comprar divisas para não aumentar a quantidade de moeda em circulação na economia. Com isso, a taxa de câmbio nominal, que ao ser lançada a nova moeda era de R\$ 1/US\$, tornou-se endógena, chegando a cair ao nível de R\$ 0,82/US\$, nos primeiros meses. Como, nesse período, o Plano Real conviveu com uma inflação residual de certa magnitude, a taxa de câmbio efetiva real⁵ caiu sistematicamente, atingindo em fevereiro de 1995 um nível 25% inferior ao de junho, como mostrado no Gráfico 1.

A valorização do real exerceu papel fundamental no processo de redução da inflação verificado no Brasil e certamente é um dos elementos que explicam o êxito inicial do Plano Real.⁶ Nesse sentido, pode-se mesmo dizer que a redução do superávit comercial era o resultado esperado da política de estabilização. A intenção era ampliar a contribuição da poupança externa para se conciliar a manutenção da taxa de investimento com o *boom* de consumo gerado pela combinação de valorização cambial com os efeitos de queda do imposto inflacionário e o ressurgimento dos mecanismos de crédito que tinham sido virtualmente destruídos pela alta inflação. A magnitude da apreciação cambial, contudo, teve efeitos expressivos pela velocidade de perda no dinamismo exportador e de aumento na penetração das importações. Em consequência, os superávits comerciais, que atingiam US\$ 1 bilhão mensais em meados de 1994,

5 Segundo o índice da Funcex que é construído para uma cesta de 13 moedas e utiliza deflatores específicos da estrutura de custos (que pondera salários, preço das importações e preços por atacado) dos setores incluídos. Para maiores detalhes, ver Guimarães (1995).

6 Caso se usem como deflator os preços ao consumidor, a apreciação seria maior do que a indicada anteriormente, pelo fato de os preços dos serviços terem causado uma inflação ao consumidor maior que a dos preços no atacado.

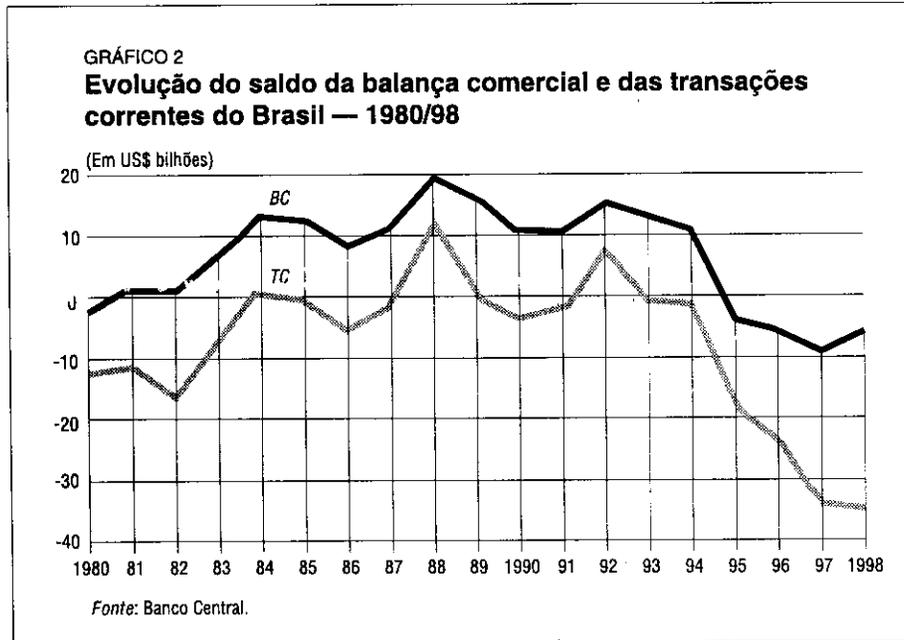


transformaram-se em déficits aproximadamente da mesma ordem de magnitude em meados de 1997.

O Gráfico 2 mostra a súbita reversão das contas externas do Brasil a partir de 1995, quando a balança comercial torna-se deficitária pela primeira vez desde 1980 e o saldo em transações correntes rompe com o padrão de relativa estabilidade que o havia caracterizado desde 1985.

Como resposta a isso, no início de 1995, o Banco Central adotou o sistema de bandas cambiais, realizando simultaneamente uma pequena desvalorização real do câmbio por meio de um deslocamento administrado da taxa de câmbio praticada no interior da banda. A partir do final de 1995, as minidesvalorizações garantiram taxas mensais de correção cambial sempre maiores do que as taxas de inflação dos preços industriais (exceto em dezembro de 1996 devido ao aumento excepcional dos preços de derivados de petróleo). Entre dezembro de 1995 e dezembro de 1998, a média mensal de desvalorização foi 0,60% a.m., contra 0,19% a.m. de inflação dos preços industriais.

Vale lembrar que uma das lições da crise mexicana de 1994/95 foi que "(...) unrealistic 'toughness' on the exchange rate does not increase credibility" [ver Sachs, Tornell e Velasco (1995, p. 30)]. As autoridades brasileiras procuraram se beneficiar dessa lição e, evitando desvalorizações abruptas para não prejudicar



o combate à inflação, já no final de 1995, pareciam ter concluído que era chegada a hora de corrigir gradualmente a taxa de câmbio real.

Na prática, porém, não ocorreu uma correção significativa da taxa de câmbio efetiva real que, ao final de 1998, encontrava-se ainda em nível 15% abaixo daquele vigente em junho de 1994 (Gráfico 1). Boa parte da explicação encontra-se em dois fatores. Primeiro, entre dezembro de 1995 e dezembro de 1998 o IPA agropecuário aumentou 1,04% a.m., de modo que os insumos agrícolas tiveram acréscimos de preços significativamente superiores aos produtos industriais e também às taxas mensais de desvalorização cambial. Segundo, nesse mesmo período, boa parte do esforço brasileiro de melhorar a competitividade das exportações teve como referência a paridade R\$/US\$. Contudo, várias moedas fortes se desvalorizaram significativamente em relação ao dólar no período, destacando-se o marco, o franco francês e o iene, com 16%, 15% e 10% de taxas cumulativas, respectivamente, no mesmo período de três anos. Assim, apesar da desvalorização real da moeda brasileira ante o dólar, a taxa de câmbio efetiva real mostrou uma depreciação ínfima no período em questão.

A livre flutuação do câmbio, decidida em 15 de janeiro de 1999, foi o corolário desse processo. De fato, o aumento da percepção de risco associado a investimentos em países emergentes — resultante das crises na Ásia e na Rússia — e o crescente ceticismo em relação à sustentação política interna ao esforço de

ajustamento fiscal anunciado pelo governo brasileiro, no contexto do acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI) aprovado em 1998, provocaram a reversão dos fluxos de capital para o país, causando rápida perda de reservas e precipitando a necessidade do ajustamento externo. Após ver as reservas despenca-rem de um nível superior a US\$ 70 bilhões, em meados de 1998, para menos de US\$ 40 bilhões, no início de 1999, o governo foi, enfim, obrigado a abandonar a política gradualista de correção cambial, deixando a taxa de câmbio flutuar.

3 - A sustentabilidade do endividamento externo

3.1 - Retrospectiva histórica

Tradicionalmente, um dos indicadores de sustentabilidade do endividamento externo mais utilizados é a relação dívida externa/PIB, que mede o esforço — ou seja, a perda de bem-estar — que o país terá que incorrer para honrar seus compromissos externos.

O uso da relação dívida/PIB, entretanto, é problemático em mais de um sentido. Primeiro, o cálculo do PIB em dólares torna o indicador sensível às variações na taxa de câmbio, dificultando a sua interpretação. Segundo, a definição implícita de “compromissos externos” ignora os custos não-contratuais impostos ao país pelo estoque de capital estrangeiro, através de remessas de lucros e repatriação de capital.

Tendo em vista tais dificuldades, a Tabela 1 apresenta a evolução recente de um indicador mais amplo do endividamento externo brasileiro, dado pela relação entre o “passivo externo ampliado líquido” — definido como a soma da dívida externa líquida e do estoque líquido de capital estrangeiro, incluindo portfólio, investido no país — e o PIB. O PIB em dólares é medido de duas formas: em um caso simplesmente tomando a taxa de câmbio média do ano — o que torna a variável suscetível às mudanças da taxa cambial — e no outro tendo como base de referência o ano de 1998 e expurgando as variações cambiais.

Independentemente da forma de cálculo do PIB em dólares, observa-se um nítido movimento de queda do indicador de endividamento externo após o auge da crise da dívida, em 1983, que é revertido a partir de meados dos anos 90.⁷

Outro indicador tradicional de sustentabilidade do endividamento externo é a relação dívida externa/exportações, que mede a capacidade do país de saldar

7 Tal trajetória é muito mais acentuada no caso em que o PIB em dólares é medido pela taxa de câmbio média do ano, devido à queda da taxa de câmbio real em relação ao “pico” de desvalorização de 1983 — que gerou um valor relativamente baixo do PIB em dólares naquele ano e até meados da década passada.

TABELA 1

Brasil: passivo externo ampliado líquido — 1981/98

(Em % do PIB)

Ano	PIB expurgado de variações cambiais ^a			PIB em dólares correntes ^b		
	Dívida líquida (1)	Estoque de capital estrangeiro ^c (2)	Passivo total (3) = (1)+(2)	Dívida líquida (4)	Estoque de capital estrangeiro ^c (5)	Passivo total (6) = (4)+(5)
1981	22,2	6,2	28,4	25,2	7,0	32,2
1982	25,5	6,3	31,8	29,3	7,2	36,5
1983	27,6	6,5	34,1	44,4	10,5	54,9
1984	25,3	6,1	31,4	44,9	10,7	55,6
1985	23,5	6,1	29,6	41,7	10,8	52,5
1986	23,7	6,0	29,7	38,6	9,8	48,4
1987	24,2	6,4	30,6	38,4	10,1	48,5
1988	21,3	6,2	27,5	31,5	9,1	40,6
1989	20,1	6,1	26,2	23,5	7,2	30,7
1990	20,8	6,4	27,2	24,6	7,5	32,1
1991	20,1	6,2	26,3	28,4	8,7	37,1
1992	19,5	6,2	25,7	28,9	9,4	38,3
1993	18,3	7,0	25,3	26,6	10,1	36,7
1994	16,4	7,7	24,1	20,1	9,6	29,7
1995	15,0	8,6	23,6	15,3	8,7	24,0
1996	15,4	10,3	25,7	15,0	10,0	25,0
1997	17,6	12,3	29,9	17,0	11,9	28,9
1998	20,8	15,2	36,0	20,8	15,2	36,0

FONTES: Banco Central. Para 1998, composição estimada pelos autores.

^a PIB de 1998 calculado a partir dos valores em reais e da taxa de câmbio média de 1998. Nos anos anteriores, descontaram-se a variação real do PIB e a inflação dos Estados Unidos.

^b PIB de cada ano calculado com base no valor monetário dividido pela taxa de câmbio média do ano.

^c Inclui portfólio. Exclui o estoque de capital brasileiro investido no exterior.

seus compromissos externos — ou seja, quantos anos de exportações serão necessários para quitar a dívida.

Tal indicador apresenta a vantagem de eliminar o problema de mensuração do PIB em dólares, mas também está referido a uma definição relativamente restrita de compromissos externos. Por conseguinte, na Tabela 2 opta-se novamente por um indicador mais amplo, tendo o passivo externo ampliado líquido como numerador e as exportações de bens e serviços, excluindo juros, lucros e dividendos, como denominador.

TABELA 2

Brasil: passivo externo ampliado líquido/exportações de bens e serviços exclusive juros, lucros e dividendos — 1981/98

Ano	Dívida líquida (1)	Estoque de capital estrangeiro ^a (2)	Passivo total (3) = (1)+(2)
1981	2,60	0,73	3,33
1982	3,70	0,92	4,62
1983	3,77	0,89	4,66
1984	3,12	0,75	3,87
1985	3,38	0,87	4,25
1986	4,31	1,09	5,40
1987	4,04	1,07	5,11
1988	2,89	0,84	3,73
1989	2,82	0,85	3,67
1990	3,22	0,99	4,21
1991	3,28	1,00	4,28
1992	2,81	0,91	3,72
1993	2,66	1,01	3,67
1994	2,27	1,08	3,35
1995	2,04	1,16	3,20
1996	2,13	1,41	3,54
1997	2,27	1,58	3,85
1998	2,70	1,97	4,67

FONTE: Banco Central.

^a Inclui portfólio. Exclui o estoque de capital brasileiro investido no exterior.

Apesar de a trajetória desse indicador não possuir tendência tão marcada quanto a anterior, pode-se novamente perceber um ponto de inflexão no ano de 1995, após o qual o coeficiente de endividamento volta a subir depois de anos sucessivos de queda.

Os dados das Tabelas 1 e 2 deixam claro que, a se manter a tendência de crescimento observada nos últimos três anos, o país poderia rapidamente voltar a atingir patamares excessivamente elevados de endividamento.

3.2 - Capacidade de pagamento, liquidez e *willingness-to-pay*

Os indicadores já descritos fornecem medidas da solvência do país, ou seja, da capacidade de honrar seus compromissos externos no longo prazo. A prática de

avaliar a capacidade de pagamento de um país através da comparação entre a evolução de seu endividamento e seu desempenho externo é comum na literatura [ver Avramovic *et alii* (1964), Dhonte (1979), Cline (1983) e Simonsen (1984)]. Entretanto, os indicadores baseados nessa abordagem referem-se a apenas um dos aspectos que devem ser levados em consideração na análise da sustentabilidade de políticas de endividamento externo.

Em primeiro lugar, é preciso notar que, dada a imperfeição dos mercados de capital, os países endividados, mesmo quando apresentam condições de solvência a longo prazo, estão sujeitos a crises de liquidez que podem dificultar ou inviabilizar o pagamento do serviço da dívida no curto prazo [ver Cooper e Sachs (1985) e Krugman (1985)].

Em segundo lugar, ainda que tenham capacidade de pagar a dívida, os devedores podem não estar dispostos a fazê-lo, caso acreditem que a “punição” que lhes será infligida em decorrência de tal comportamento seja suficientemente baixa (relativamente ao ganho esperado). O risco associado ao repúdio da dívida externa estabelece um jogo estratégico entre devedores e credores que impõe restrições adicionais à concessão de novos créditos e, conseqüentemente, à sustentação de situações de endividamento [ver Eaton e Gersovitz (1981), Bulow e Rogoff (1989) e Fernandez e Rosenthal (1990)].

Dessa forma, a análise das próximas seções deve ser interpretada apenas como uma etapa necessária, mas não suficiente, do processo de avaliação da situação externa do país.

3.3 - As condições de estabilidade do coeficiente de endividamento externo

3.3.1 - Aspectos teóricos

Para evitar o problema de como medir o PIB em dólares, na análise a seguir opta-se pela utilização do indicador de endividamento externo dado pela razão entre o passivo externo ampliado líquido e as exportações de bens e serviços exceto juros, lucros e dividendos.⁸ Esses últimos itens são excetuados porque são justamente uma função do desequilíbrio em conta corrente cujo teto, de alguma forma, se pretende avaliar.

Inicialmente, considera-se o déficit em conta corrente (*DCC*) em uma situação em que a relação entre o passivo externo ampliado líquido (*D*), conforme

⁸ Para uma apresentação das limitações desse tipo de análises, especialmente daquelas baseadas no indicador déficit em conta corrente/PIB, ver Heymann (1994 e 1995).

definido nas Tabelas 1 e 2, e as exportações de bens e serviços exceto juros, lucros e dividendos (X) encontra-se estabilizada.⁹ Isso significa admitir que D cresce à mesma taxa α anual de crescimento de X , expressa em termos das variações em dólares correntes:

$$DCC = \Delta D = \alpha \cdot D_{(-1)} \quad (1)$$

$$X = X_{(-1)} \cdot (1 + \alpha) \quad (2)$$

Definindo a relação entre o passivo externo ampliado líquido e as exportações de bens e serviços não-financeiros como d :¹⁰

$$d = D/X \quad (3)$$

e dividindo (1) por (2), chega-se à condição de estabilidade do coeficiente d , de tal modo que a relação entre DCC e X seja:

$$DCC/X = d \cdot \alpha / (1 + \alpha) \quad (4)$$

Isso significa que quanto maiores (menores) forem d e α , maior (menor) será a relação entre o déficit em conta corrente e o valor das exportações de bens e serviços não-financeiros, já que haverá maior (menor) espaço para gerar déficits — que afetam o crescimento do passivo externo do país —, sem comprometer, contudo, a estabilidade do coeficiente d .

Por outro lado, o déficit em conta corrente é:

$$DCC = M - X - U + JLD \quad (5)$$

onde M corresponde às importações de bens e serviços não-financeiros, U representa as transferências unilaterais líquidas recebidas do resto do mundo e JLD é o valor do pagamento líquido da soma de juros, lucros e dividendos.

9 No restante do trabalho, as exportações e importações de “bens e serviços exceto juros, lucros e dividendos” são denominadas, de forma mais sintética, simplesmente exportações e importações de “bens e serviços não-financeiros”. Cabe fazer a ressalva de que não se trata de “bens e serviços não-fatores”, pelo fato de que o que aqui é denominado “serviços não-financeiros” inclui não apenas todos os serviços não-fatores, mas também alguns serviços de fatores, como *royalties*, licenças e pagamentos de tecnologia em geral.

10 Note-se que d corresponde à última coluna da Tabela 2.

O fluxo de déficit de (5) incorpora-se ao passivo anterior para gerar o novo valor do passivo, conforme:

$$D = D_{(-1)} + DCC \quad (6)$$

Substituindo (5) em (6), tem-se então o valor de D por:

$$D = D_{(-1)} - X + M - U + JLD \quad (7)$$

Definindo o superávit de bens e serviços não-financeiros como:

$$S = X - M \quad (8)$$

e considerando:¹¹

$$s = (X - M)/X \quad (9)$$

$$u = U/X \quad (10)$$

e:

$$JLD = i \cdot D_{(-1)} \quad (11)$$

onde i é o custo do passivo externo ampliado líquido, tem-se, dividindo (7) por X , dado (2) e após algum algebrismo, que:

$$s = d \cdot (i - \alpha)/(1 + \alpha) - u \quad (12)$$

A proporção do superávit S em relação ao valor de X , portanto, é uma função direta de i e inversa de α e u . Quanto maior (menor) o custo do passivo externo e menor (maior) o fluxo de transferências, naturalmente, melhor (pior) deverá

11 Entender o coeficiente U/X como uma constante não faz muito sentido na prática, já que o numerador e o denominador da fração não guardam maior relação entre si. Entretanto, optou-se por essa definição por falta de melhor alternativa, já que as transferências unilaterais também não estão correlacionadas com as demais variáveis de (7) e uma outra formulação complicaria a identificação de uma fórmula simples para o valor de S . Por outro lado, os valores de U , recentemente, têm sido da ordem de 4% a 5% de X , de modo que 1% a mais ou a menos não afetaria substancialmente os resultados. Portanto, a simplificação adotada de considerar U como tendo uma relação fixa com X parece-nos aceitável.

ser o resultado da parcela da conta corrente do balanço de pagamentos exclusive juros, lucros e dividendos, para que seja garantida a estabilidade do coeficiente d . Da mesma forma, quanto maior (menor) for a taxa de crescimento de X , menor (maior) poderá ser a relação S/X consistente com a estabilidade de d , já que o maior (menor) endividamento requerido será compensado pelo maior (menor) crescimento das exportações. O efeito de d sobre s , por sua vez, é ambíguo, pois depende do sinal de $(i - \alpha)$, ou seja, da relação entre o custo do passivo e o crescimento das exportações: se $i > \alpha$, quanto maior o endividamento externo em relação às exportações, maior deve ser o superávit no saldo de transações de bens e serviços não-financeiros; mas se $i < \alpha$, um valor maior de d implica a necessidade de gerar um superávit proporcionalmente menor.

Como s depende de d , uma questão importante diz respeito à identificação de um limite “aceitável” para esse último coeficiente, que tradicionalmente tem sido um indicador de desempenho da situação externa de um país. Nas palavras de Simonsen:

“(…) um dos principais indicadores sintéticos do estado de endividamento externo de um país pode ser encontrado na relação entre sua dívida líquida e as suas exportações. Qual o limite tolerável para essa relação (…)? Como regra de bolso, costuma-se considerar uma relação dívida líquida/exportações anuais menor do que ou igual a 2 inteiramente tranqüila para um país em desenvolvimento. Entre 2 e 4, como espelhando uma situação financeira regular e comprometedora quando alcança níveis superiores a 4” [Simonsen (1976, p. 69-72), citado em Faria (1997, p. 30)].¹²

Cabe agora calcular a taxa de crescimento de X requerida entre uma certa situação inicial e outra final, na qual o coeficiente d se estabilize, porém em um valor diferente em relação ao inicial. Se a relação D/X for crescente durante esse período, o resultado de s será pior do que aquele indicado por (12), que só é válido quando d é uma constante. Partindo do período 0, a taxa de crescimento até o período T no qual d se estabiliza é obtida conforme o raciocínio exposto a seguir.

O valor de X em T é:

$$X_T = X_0 \cdot (1 + \alpha^*)^T \quad (13)$$

¹² Na citação, a referência à “dívida líquida” deve ser entendida como sendo o que no presente trabalho denominamos “passivo externo ampliado líquido”, enquanto as exportações referem-se às exportações de bens e serviços não-financeiros. Isso quer dizer que a relação dívida líquida/exportação da citação nada mais é do que o coeficiente d de (3).

onde α^* corresponde à taxa de crescimento das exportações de bens e serviços não-financeiros, em dólares, entre 0 e T , ou seja, antes de a taxa se estabilizar em α , como em (2), quando a relação D/X também se tiver estabilizado.

Da mesma forma, X_T pode ser entendido como:

$$X_T = [(X_T - M_T)/X_T] \cdot X_T + M_T \quad (14)$$

O valor de M_T é definido como:

$$M_T = M_0 \cdot [(1 + p) \cdot (1 + q)]^T \cdot (1 + \lambda) \quad (15)$$

onde p é a inflação externa, q é a taxa de crescimento do PIB entre 0 e T e λ é um fator que mede o aumento da penetração das importações por unidade de produto interno, entre 0 e T .

Dada a definição de (9), substituindo (15) em (14) e igualando (13) e (14), tem-se que:

$$X_0 \cdot (1 + \alpha^*)^T = M_0 \cdot [(1 + p) \cdot (1 + q)]^T \cdot (1 + \lambda)/(1 - s) \quad (16)$$

de modo que, isolando o termo α^* , a taxa média de crescimento das exportações de bens e serviços não-financeiros entre 0 e T , após algum algebrismo, é:

$$\alpha^* = [(M_0/X_0) \cdot (1 + \lambda)/(1 - s)]^{(1/T)} \cdot [(1 + p) \cdot (1 + q)] - 1 \quad (17)$$

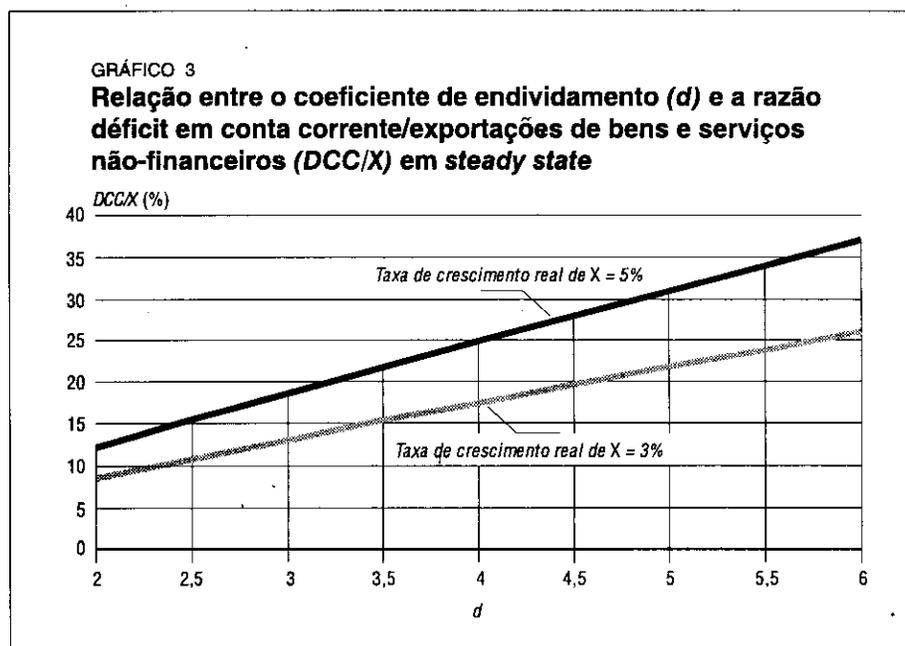
Para um dado p , α^* é uma função inversa de T e uma função direta de λ , de q e da relação inicial M_0/X_0 . Quanto maior (menor) o tempo T que d demorar até atingir seu novo patamar, menor (maior) será o crescimento do passivo a cada ano e portanto menor (maior) o crescimento das exportações requerido para servir a esse passivo, já que o país irá se ajustar à nova situação mais lentamente (rapidamente). Por outro lado, quanto mais (menos) intenso for o crescimento das importações, seja pelo maior (menor) crescimento real do PIB e/ou pela maior (menor) penetração das importações, é lógico que maior (menor) terá que ser o dinamismo das exportações para que o coeficiente de endividamento externo não seja deslocado para cima (baixo). Ao mesmo tempo, é claro que quanto maior (menor) a relação importações/exportações inicial, se d não for de equilíbrio, maior (menor) será a inclinação da tendência da trajetória da relação D/X disso resultante e em consequência maior (menor) o esforço exportador requerido para, em algum momento futuro, estabilizar a evolução de d .

No que diz respeito a s , α^* é uma função positiva do mesmo: quanto maior (menor) for o superávit S em relação ao valor de X em T , maior (menor) terá que ser o crescimento de X até T . Como s , por sua vez, é uma função inversa de α — a taxa de crescimento de X depois de T —, conclui-se, por (12) e (17), que α^* é também uma função inversa de α , ou seja, quanto maior o crescimento das exportações na situação em que D/X já se estabilizou, menor é o superávit requerido em T e portanto menor a taxa de crescimento das exportações que b país tem que apresentar entre 0 e T . Já o efeito de d sobre α^* — através do impacto sobre s — é ambíguo, pois, como em (12), depende do sinal de $(i - \alpha)$.

3.3.2 - O caso brasileiro

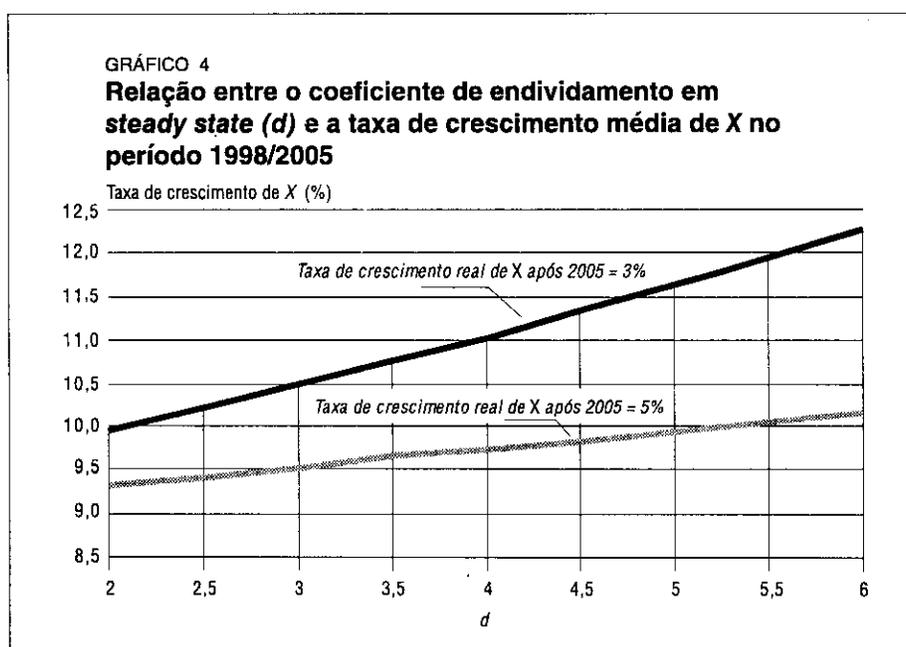
As fórmulas citadas anteriormente podem ser representadas graficamente, o que facilita a compreensão das principais implicações das condições de estabilidade do coeficiente de endividamento externo para a análise do caso brasileiro.

O Gráfico 3 apresenta a relação entre o coeficiente de endividamento (d) e a razão déficit em conta corrente/exportações de bens e serviços não-financeiros — que corresponde ao resultado de (4) —, para diferentes níveis de crescimento real das exportações de bens e serviços não-financeiros, em regime de *steady state*



state.¹³ Note-se que, para um crescimento real das exportações entre 3% e 5% a.a. e um passivo externo D de quatro a cinco vezes o valor de X , o déficit em conta corrente deve ser contido em cerca de 15% a 30% do valor de X . A dimensão do grau de ajuste da economia brasileira requerido para a estabilização do endividamento externo pode ser inferida pela discrepância entre tais valores e a relação DCC/X observada recentemente no país, que foi de 34% em 1995, 45% em 1996, 56% em 1997 e 58% em 1998.

O Gráfico 4 apresenta, para o caso brasileiro, a relação requerida entre o valor do coeficiente d em *steady state* e a taxa de crescimento média de X no período de transição até o equilíbrio — dada por (12) e (17) —, em função das seguintes hipóteses: *a*) valor das transferências unilaterais líquidas de 4% de X — o que corresponde, *grossa modo*, à proporção relativa observada em 1998; *b*) custo do passivo externo de 8%; *c*) taxa de crescimento anual do PIB de 4%; *d*) taxa de inflação externa de 1,5%; *e*) taxa de penetração das importações constante ($\lambda = 0$); e *f*) estabilização de d após sete anos (em 2005).



13 A taxa de expansão das exportações é colocada em termos reais e, combinada com a hipótese de 1,5% de inflação externa dos preços no atacado — que se mantém no restante do trabalho —, gera o valor de α de (2).

Observa-se que a taxa de crescimento média de X no período de transição (α^*) é uma função positiva do valor de *steady state* de d e que, para taxas mais elevadas de crescimento de X após a estabilização (α), não apenas α^* é menor para cada valor de d , como também o valor em que d estabiliza tem efeito relativamente menor sobre α^* — pois o maior crescimento das exportações no *steady state* impõe, no curto prazo, ajustes relativamente menores no que se refere à geração de superávits/redução de déficits.

Cabe notar, ainda, que a taxa de crescimento das exportações entre 1998 e 2005, necessária para estabilizar o coeficiente d , dependerá positivamente da entrada das importações e do crescimento do PIB no período, já que maiores importações exigirão maiores vendas externas, de modo a não comprometer a trajetória do passivo externo. Aumentos (reduções) de tais parâmetros implicariam, assim, deslocamentos para cima (baixo) das curvas no Gráfico 4.

Com base nesse gráfico, conclui-se que o Brasil tem pela frente um grande desafio, na medida em que, dadas as taxas de crescimento de X em *steady state* entre 3% e 5%, a estabilização do coeficiente de endividamento externo em nível próximo de 4 implica a necessidade de aumentar as exportações cerca de 9,5% a 11% a.a. no período 1998/2005. Se não for possível fazer as exportações crescerem a taxas tão elevadas, a estabilização do coeficiente d dependerá da redução do grau de dependência do país em relação às importações ou de restrições ulteriores ao crescimento da economia doméstica.

4 - Um modelo para projeções do endividamento externo brasileiro

4.1 - Equações de exportação e importação para o Brasil

Nesta seção, apresenta-se um modelo de projeções das contas externas do Brasil baseado nas estimativas econométricas das equações de exportação e importação de bens realizadas por Castro e Cavalcanti (1997).¹⁴

Define-se aqui o “índice de taxa de câmbio real” em relação ao dólar como o resultado da multiplicação da taxa de câmbio nominal pelo índice de preços ao produtor nos Estados Unidos e por um índice de incentivos às exportações ou de tarifas de importação, dividido pelo IPA do Brasil. Como *proxy* para o nível de comércio mundial, utiliza-se o valor real das importações mundiais (deflacionadas pelo IPA dos Estados Unidos).

¹⁴ Para outras estimativas das equações de exportação e importação brasileiras, ver, por exemplo, Pastore e Pinotti (1996) e Pastore, Blum e Pinotti (1997).

Castro e Cavalcanti (1997) estimaram equações para o valor *real* das exportações e importações, desagregadas por setor produtivo e categoria de uso, respectivamente, a partir de dados anuais, para o período 1955/95. A metodologia de estimação seguiu estes passos básicos:

a) seleção de um conjunto de possíveis variáveis explicativas — câmbio real e PIB para as importações; e câmbio real, utilização da capacidade produtiva e comércio mundial para as exportações;

b) realização de testes Augmented Dickey-Fuller (ADF), com o objetivo de determinar a ordem de integração das variáveis utilizadas;

c) especificação e estimação de um modelo auto-regressivo vetorial (VAR) congruente com os dados, em que a determinação da ordem de defasagem das variáveis baseou-se nos critérios de informação de Schwarz e Hannan-Quinn e em testes de autocorrelação dos resíduos;

d) análise de co-integração, através do método de máxima verossimilhança de Johansen (1988);

e) testes de exogeneidade fraca, exogeneidade forte e superexogeneidade das variáveis explicativas; e

f) estimação de um modelo de correção de erros condicional, incorporando a restrição de longo prazo associada a (d).

Os procedimentos econométricos atentaram explicitamente, portanto, para a não-estacionariedade das variáveis sob análise e para as possíveis dificuldades associadas ao tratamento das variáveis condicionantes como variáveis “exógenas”. Em particular, cabe destacar que a aceitação das hipóteses de exogeneidade fraca, exogeneidade forte e superexogeneidade implica que os modelos condicionais estimados podem ser usados eficientemente para inferências estatísticas, previsões e simulações de política.

4.2 - Os valores dos parâmetros

A Tabela 3 mostra os coeficientes das equações de *longo prazo* obtidas por Castro e Cavalcanti (1997) para as exportações desagregadas por setor produtivo. Observa-se que o nível de comércio mundial e a taxa de câmbio real são variáveis importantes na determinação de todas as categorias de exportação, enquanto o nível de atividade doméstica parece afetar de forma significativa apenas as exportações de manufaturados. No longo prazo, um aumento de 1% na taxa de câmbio real deve corresponder a uma elevação das exportações variando entre 0,1% (semimanufaturados) e 1,7% (manufaturados), ao passo que um aumento de 1% nas importações mundiais deve produzir uma elevação das exportações entre 0,3% (básicos) e 2% (manufaturados).

TABELA 3

Elasticidades de longo prazo das exportações

	Importações mundiais	Câmbio real	Utilização da capacidade
Manufaturados	1,99	1,71	-0,66
Semimanufaturados	1,39	0,14	-
Básicos	0,28	0,77	-

A Tabela 4 apresenta as principais elasticidades de *curto prazo* estimadas para cada equação. Consta-se, por um lado, que a taxa de câmbio real e a taxa de utilização da capacidade (no período corrente) se revelam significativas apenas na equação de manufaturados e, por outro lado, que o nível de comércio mundial afeta de forma substancial as exportações de todos os setores — embora em menor intensidade no caso dos básicos. Além disso, os desvios observados, em determinado período (ano), em relação aos equilíbrios de longo prazo são parcialmente corrigidos nos períodos seguintes.¹⁵

Tais resultados sugerem que, dada uma elevada taxa de crescimento do comércio mundial, as exportações brasileiras também tendem a aumentar significativamente, a menos que haja choques em sentido contrário sobre o câmbio real ou sobre o nível de atividade.

TABELA 4

Elasticidades de curto prazo das exportações

	Importações mundiais	Câmbio real	Utilização da capacidade	Desvio em relação ao equilíbrio de longo prazo
Manufaturados	1,43	0,48	-0,44	-0,81
Semimanufaturados	1,19	-	-	-0,50
Básicos	0,44	-	-	-0,35

¹⁵ Cabe ressaltar que a dinâmica de curto prazo das equações de manufaturados e semimanufaturados não se restringe aos parâmetros apresentados na Tabela 3, sendo a taxa corrente de crescimento das exportações afetada também por defasagens das variáveis citadas.

As Tabelas 5 e 6 apresentam, respectivamente, as elasticidades de longo e curto prazos estimadas para as importações. No *equilíbrio de longo prazo*, um aumento de 1% na taxa de câmbio real deve corresponder a uma redução nas importações que varia entre 1,6% e 2,4%, ao passo que um aumento de 1% no PIB deve produzir uma elevação no nível de importação entre 0,7% e 0,9%. No curto prazo — isto é, no período (ano) corrente — um aumento de 1% na taxa de crescimento do PIB se traduz em uma elevação de mais de 2% na taxa de crescimento das importações, enquanto um aumento de 1% na taxa de crescimento do câmbio real reduz a taxa de crescimento das importações em cerca de 0,5%; além disso, um desvio de 1%, em determinado período, em relação ao equilíbrio de longo prazo deve acarretar, no período seguinte, variações compensatórias na taxa de crescimento das importações entre 0,1% e 0,3%, dependendo da categoria de importação. Esses coeficientes indicam a velocidade de ajustamento das importações em direção ao equilíbrio de longo prazo, ou seja, o percentual do desvio em relação ao equilíbrio de longo prazo corrigido em cada período (ano).

TABELA 5

Elasticidades de longo prazo das importações

	PIB	Câmbio real
Bens de capital	0,89	-2,04
Bens intermediários ^a	0,94	-2,40
Bens de consumo	0,72	-1,64

^a Exclusive petróleo e derivados.

TABELA 6

Elasticidades de curto prazo das importações

	PIB	Câmbio real	Desvio em relação ao equilíbrio de longo prazo
Bens de capital	2,82	-0,56	-0,27
Bens intermediários	2,63	-0,55	-0,13
Bens de consumo	2,29	-0,49	-0,25

5 - Simulações das contas externas no médio prazo

5.1 - Cenários

Esta seção pretende identificar e analisar possíveis trajetórias para os coeficientes de endividamento externo do país sob diferentes cenários envolvendo o crescimento do comércio mundial e o nível de atividade doméstica.

Inicialmente, é preciso explicitar as hipóteses subjacentes a todos os cenários visualizados. Um indicador fundamental para as perspectivas do setor externo brasileiro é a taxa de juros externa. Em todos os cenários, supôs-se um custo do passivo externo (média da taxa de juros mais *spread* e da proporção de lucros e dividendos em relação ao estoque de capital estrangeiro) em níveis semelhantes aos atuais — 8% a.a. Também adotou-se uma hipótese de inflação externa — preços ao produtor nos Estados Unidos — de 1,5% a.a. em todos os anos da simulação. As transferências unilaterais são consideradas exógenas, crescendo a uma taxa de 3,5% a.a. O passivo externo ampliado líquido em 1998 é de dólares 280 bilhões.

No que se refere à taxa de câmbio, admitiu-se uma desvalorização real média de 30% em 1999, valorização real de 5% no ano 2000 e preservação da taxa real nos anos seguintes. Supõe-se, portanto, que, após um período inicial de *overshooting*, a taxa de câmbio real deva cair e se estabilizar em nível cerca de 25% acima do valor vigente em 1998.¹⁶

Supõe-se ainda que, em decorrência da implementação da tarifa externa comum no âmbito do Mercosul, os índices de tarifa de importações sofrem uma elevação de três pontos percentuais em 1998, caindo gradualmente até 2002, quando atingem novamente o patamar de 1997.

Na Seção 4, foram explicadas as equações adotadas para estimar as exportações e importações de bens. Nesta seção, contudo, é preciso multiplicar os resultados gerados para as equações de comércio de bens por um fator multiplicador que leve em conta as proporções de receitas e despesas dos serviços não-financeiros, em relação ao comércio de bens. Para isso, é útil observar os dados da Tabela 7.¹⁷ Ela mostra os coeficientes exportações de serviços não-

¹⁶ A taxa de câmbio real é definida como o índice (taxa de câmbio nominal x preços externos/preços domésticos).

¹⁷ Na Tabela 7, o aumento do coeficiente exportações de serviços não-financeiros/exportações de bens no final dos anos 80 se deve ao surgimento da figura do dólar-turismo, com cotação próxima à do paralelo. Até então, o turista que chegava ao país trocava suas divisas nesse último mercado, em operações não-registradas e com um ágio elevado em relação à cotação oficial. Com o dólar-turismo, tais operações foram oficializadas. Cabe destacar, a propósito, que a receita do item "viagens" da conta de serviços do país passou de US\$ 100 milhões em 1988 para US\$ 1,2 bilhão em 1989, o que explica o salto do coeficiente associado às exportações em 1989, na Tabela 7. Já o novo aumento de θ_x em 1990 deveu-se, em parte, a um típico "efeito-denominador", pela queda de 9% das exportações de bens, em relação a 1989. De qualquer forma, o maior valor desse coeficiente nos últimos anos em relação a 1989 reflete um aumento efetivo da receita de serviços.

financeiros/exportações de bens e importações de serviços não-financeiros/importações de bens, de agora em diante denominados θx e θm , respectivamente.¹⁸

A Tabela 7 permite observar que, historicamente, o coeficiente θm tem sido superior ao coeficiente análogo θx . Admitindo a adoção de políticas específicas tendentes a diminuir a despesa líquida de serviços em relação a 1998 — por exemplo, mediante o estímulo ao turismo interno —, adotou-se a hipótese de que

TABELA 7

Brasil: coeficientes de exportação e importação de serviços não-financeiros em relação às exportações e importações de bens — 1981/98

(Em %)

Ano	Exportações ^a	Importações ^b	Saldo ^c
1981	9,8	23,3	-6,5
1982	9,0	27,9	-12,8
1983	7,9	26,8	17,2
1984	7,2	26,6	39,2
1985	8,1	28,2	39,2
1986	8,5	28,8	25,6
1987	7,5	28,7	31,3
1988	6,8	36,3	44,8
1989	9,1	32,4	35,5
1990	12,0	36,4	19,9
1991	10,5	34,3	19,1
1992	11,5	36,2	29,8
1993	10,6	35,5	18,8
1994	11,0	38,6	5,1
1995	13,3	27,9	-20,5
1996	14,2	29,7	-26,8
1997	14,2	30,3	-32,5
1998	17,2	34,9	-29,6

FONTE: Giambiagi e Reis (1997). Dados de 1997 e 1998 atualizados com base na *Nota para a Imprensa* do Banco Central.

^a Exportação de serviços não-financeiros em relação às exportações de bens.

^b Importação de serviços não-financeiros em relação às importações de bens.

^c Saldo de bens e serviços não-financeiros em relação às exportações de bens e serviços não-financeiros. O sinal negativo indica saldo deficitário.

¹⁸ Os valores de X e M , portanto, são determinados pela multiplicação de $(1 + \theta x)$ e $(1 + \theta m)$, respectivamente, pelos resultados obtidos das equações de exportações e importações de bens, conforme explicado na Seção 4.

os coeficientes θ_x e θ_m assumam, respectivamente, os valores 0,18 e 0,33 ao longo da simulação. As hipóteses a serem adotadas acerca do crescimento do comércio mundial tomam como base as projeções da Tabela 8.

As simulações partem do ano-base de 1998. Em todos os cenários supõem-se, para o ano de 1999, crescimento do comércio mundial de 1,5% e queda do PIB de 3%. Para os demais anos de simulação, os cenários se diferenciam de acordo com as taxas de crescimento adotadas para tais variáveis.

A Tabela 9 explicita os quatro cenários relativos à evolução do crescimento real do comércio mundial e do nível de atividade doméstica adotados para o período 2000/2003. Nos primeiros dois cenários, adota-se uma hipótese relativamente favorável referente ao comércio mundial, supondo que este cresça 5% a.a., na média do período. Nos outros dois cenários, supõem-se taxas de crescimento dois pontos percentuais mais baixas.

O PIB real do Brasil cresce, nos quatro anos entre 1999 e 2003, às taxas de 4,5% a.a. nos cenários 1 e 3, e de 6% a.a. nos cenários 2 e 4. No que se refere ao impacto esperado sobre as contas externas do país, visualizam-se, portanto, três tipos de cenários: um relativamente otimista (cenário 1), no qual o crescimento do comércio mundial é maior — o que impulsiona as exportações — e o crescimento da atividade doméstica é menor — o que desincentiva as importações —; um outro relativamente pessimista (cenário 4), em que o comércio

TABELA 8

Crescimento real do comércio mundial — 1961/2003^a

(Em % a.a.)

Período	Taxas de crescimento médias
1961/65	7,0
1966/70	8,2
1971/75	11,8
1976/80	8,4
1981/85	-3,4
1986/90	9,7
1991/95	6,7
1996/98	3,8
1999/2003	4,7

^aAté 1998, refere-se ao crescimento do valor real das importações mundiais (deflacionadas pelo índice de preços ao produtor dos Estados Unidos), conforme dados do FMI (estimativa para 1998). Para 1999/2003, refere-se às projeções de crescimento do volume de comércio mundial apresentadas pelo Project LINK Alternative Post Meeting Forecasts — 1998.

TABELA 9

Hipóteses adotadas nos cenários — 2000/2003

(Em % a.a.)

Cenário	Crescimento real do comércio mundial	Crescimento real do PIB brasileiro
1	5,0	4,5
2	5,0	6,0
3	3,0	4,5
4	3,0	6,0

mundial cresce a taxas menores e o PIB a taxas mais elevadas; e dois intermediários, que combinam, respectivamente, uma hipótese de crescimento elevado do comércio mundial com um crescimento também elevado do PIB (cenário 2) ou um crescimento menor de ambas as variáveis (cenário 3).

O cenário 1, também denominado “cenário básico”, é usado como referência na comparação com os resultados dos demais.

5.2 - Trajetórias

Para cada cenário, calcula-se a relação passivo externo ampliado líquido/exportações de bens e serviços não-financeiros que resulta das hipóteses apresentadas na Tabela 9. O endividamento externo — no sentido amplo, ou seja, incluindo também o estoque líquido de capital estrangeiro no país, abrangendo portfólio — é endógeno, sendo o resultado da acumulação de sucessivos déficits em conta corrente.

Os principais resultados aparecem expostos na Tabela 10. Observa-se, em primeiro lugar, que, como conseqüência da maxidesvalorização em 1999, a taxa média de crescimento das exportações é significativamente maior que a das importações, em todos os cenários. Evidentemente, em face das hipóteses referentes às trajetórias do comércio mundial e do PIB, o cenário 1 comporta uma reversão mais acelerada do déficit em transações de bens e serviços não-financeiros, que se torna um vultoso superávit em 2003. Nos cenários intermediários, esse saldo também é superavitário em 2003, mas apresenta magnitude menor, enquanto no cenário 4 o déficit em transações de bens e serviços não-financeiros persiste em 2003, ainda que a razão $(X-M)/X$ seja substancialmente menor que a observada em 1998 (29,6%).

Em todos os cenários, a relação passivo externo líquido/exportações de bens e serviços não-financeiros (coeficiente “d”) projetada para 2003 se encontra em nível inferior ao observado em 1998 (4,7). Nos primeiros dois cenários, tal

TABELA 10

Principais resultados

Cenários	Taxa de crescimento média em dólares (% a.a.) — 1999/2003 ^a		$(X - M)/X$ em 2003 (%)	D/X em 2003
	Exportações	Importações		
1	11,2	1,8	17,2	3,4
2	11,0	4,1	6,6	3,6
3	8,8	1,8	7,5	4,0
4	8,6	4,1	-4,3	4,3

^a Refere-se às exportações e importações de bens.

coeficiente é também inferior ao “valor-limite” de 4 estabelecido por Simonsen no comentário anteriormente citado (Subseção 3.3.1), apontando para a sustentabilidade dessas trajetórias. Nos outros dois cenários, caracterizados por menor crescimento do comércio mundial, o coeficiente é igual ou maior que 4, o que sugere a existência de um limite ao crescimento doméstico sustentável em face das taxas de crescimento relativamente modestas do comércio mundial. O resultado do cenário 3, no qual o valor do coeficiente de endividamento é exatamente igual a 4, revela que, dadas taxas de crescimento do comércio mundial da ordem de 3% a.a., o limite à expansão sustentável do nível de atividade doméstica seria representado por um crescimento do PIB de 4,5% a.a. No cenário 4, em que o PIB cresce 6% a.a., o coeficiente de endividamento está, evidentemente, acima do “valor-limite”.

O elevado valor da relação passivo externo líquido/exportações de bens e serviços não-financeiros no cenário 4 — e, em menor grau, no cenário 3 — está associado a dois fatores básicos. Em primeiro lugar, as despesas com lucros, juros e dividendos mantêm-se em níveis muito elevados ao longo do período, em decorrência do elevado passivo externo acumulado no passado. Isso significa que, apesar da ocorrência de substanciais saldos comerciais ao longo do período, os déficits em conta corrente tendem a persistir, levando, assim, à ulterior acumulação de passivo externo líquido.

Em segundo lugar, a maior taxa média de crescimento das exportações no período, relativamente às importações, decorre fundamentalmente da combinação do ótimo desempenho das vendas externas com a fraca evolução das compras de bens do exterior até 2001 — resultantes dos efeitos defasados da maxidesvalorização cambial. Após 2001, porém, ante a estabilização do câmbio real e a recuperação do PIB, as taxas de crescimento das importações passam a superar

as exportações, determinando a redução dos saldos da balança comercial e das transações de bens e serviços não-financeiros e, conseqüentemente, o crescimento dos déficits em transações correntes e do passivo externo líquido do país.

A Tabela 11 mostra a evolução anual dos seguintes resultados, em cada cenário:

a) saldo das exportações e importações de bens e serviços não-financeiros [valor de S em (8)];

b) saldo da balança comercial (após descontar os serviços não-financeiros do resultado de S);

c) déficit em conta corrente [valor de DCC em (5)];

d) relação déficit em conta corrente/PIB (já computados os efeitos das mudanças da taxa de câmbio sobre o valor do PIB em dólares);¹⁹ e

e) relação passivo externo ampliado líquido/exportações de bens e serviços não-financeiros [valor de d em (3)].

Observa-se que todos os cenários caracterizam-se pela persistência dos déficits em conta corrente, devido ao efeito, já mencionado, das despesas com pagamentos de juros, lucros e dividendos sobre o passivo externo líquido acumulado. Assim, mesmo no cenário básico, em que o superávit comercial atinge valores superiores a US\$ 20 bilhões nos últimos anos da simulação, os déficits em transações correntes diminuem mas não chegam a ser totalmente eliminados. Por construção, isso implica o crescimento do passivo externo líquido do país.

Entretanto, ao analisar-se a evolução da relação passivo externo líquido/exportações de bens e serviços não-financeiros, constata-se que, com exceção do cenário menos favorável para o ajustamento externo (cenário 4), as simulações apontam para trajetórias sustentáveis de endividamento. No cenário básico, os movimentos de aumento das exportações e progressiva redução dos déficits em transações correntes atuam fortemente sobre o coeficiente “d”, determinando o seu rápido declínio. Nos cenários intermediários, a redução dos déficits em transações correntes é menos significativa, mas suficiente para determinar, no cenário 2, a queda contínua do coeficiente de endividamento externo e, no cenário 3, sua redução e estabilização em torno de 4.

Vale observar que os cenários 2 e 3 apresentam trajetórias muito semelhantes para os saldos da balança comercial, da balança de bens e serviços não-financei-

19 O PIB em dólares corresponde ao resultado de $[\text{PIB em dólares } (t-1) \times (1 + \text{crescimento real}) \times (1 + \text{inflação externa}) / (1 + \text{desvalorização real})]$. Em 1998, adotou-se um PIB em dólares de US\$ 778 bilhões. A desvalorização, portanto, reduz o valor do PIB em dólares, no cálculo da relação déficit em conta corrente/PIB.

TABELA 11

Resultados anuais: cenários 1 a 4 — 1998/2003

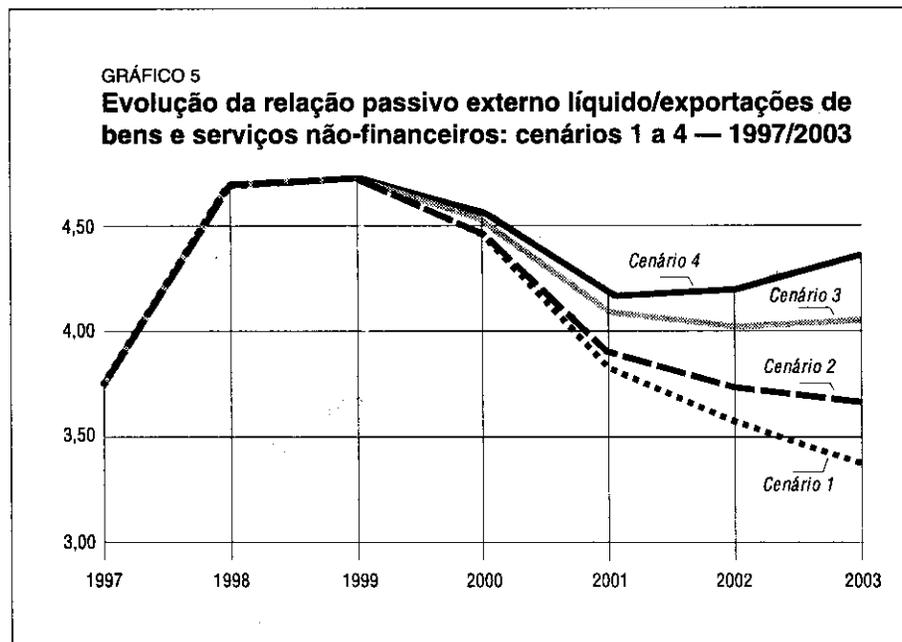
	Ano-base	Saldo das transações de bens e serviços não-financeiros (US\$ bilhões)	Saldo da balança comercial (US\$ bilhões)	Déficit em transações correntes		Passivo externo líquido/exportações de bens e serviços não-financeiros
				US\$ bilhões	% PIB	
	1998	-17,6	-6,4	-34,7	-4,5	4,7
Cenário 1	1999	-2,1	5,4	-22,6	-3,8	4,7
	2000	6,7	12,8	-15,5	-2,4	4,4
	2001	14,3	20,0	-9,0	-1,3	3,8
	2002	16,5	22,5	-7,5	-1,0	3,5
	2003	17,5	24,1	-7,0	-0,9	3,4
Cenário 2	1999	-2,1	5,4	-22,6	-3,8	4,7
	2000	5,2	11,7	-17,0	-2,5	4,4
	2001	10,1	16,8	-13,4	-1,9	3,9
	2002	9,1	17,0	-15,4	-2,0	3,7
	2003	6,6	15,9	-19,0	-2,3	3,6
Cenário 3	1999	-2,1	5,4	-22,6	-3,8	4,7
	2000	5,4	11,7	-16,8	-2,6	4,5
	2001	10,1	16,4	-13,3	-1,9	4,1
	2002	9,2	16,3	-15,3	-2,1	4,0
	2003	6,8	15,0	-18,8	-2,4	4,0
Cenário 4	1999	-2,1	5,4	-22,6	-3,8	4,7
	2000	3,9	10,6	-18,3	-2,7	4,6
	2001	5,9	13,2	-17,7	-2,5	4,2
	2002	1,8	10,7	-23,1	-3,0	4,2
	2003	-3,9	6,9	-30,6	-3,7	4,3

ros e das transações correntes, mas se diferenciam no que se refere à evolução do coeficiente de endividamento externo. A diferença fundamental entre tais cenários reside na importância relativa do crescimento das exportações na obtenção do ajuste externo. Em ambos os casos, verificam-se taxas de crescimento elevadas para as exportações e moderadas para as importações, mas, no cenário 2, o ajuste se baseia de forma relativamente mais forte no aumento das exportações, que crescem à taxa média de 11% a.a., contra um crescimento da ordem de 8,8% a.a. no cenário 3 (ver Tabela 10). Logo, apesar de o valor do passivo externo líquido ser praticamente idêntico nos dois casos, a relação

passivo externo líquido/exportações de bens e serviços não-financeiros é menor no cenário 2, caracterizado por nível mais elevado de exportações.

A evolução da relação passivo externo líquido/exportações de bens e serviços em cada cenário pode ser melhor visualizada através do Gráfico 5.

Parece claro, portanto, que o coeficiente passivo externo líquido/exportações de bens e serviços não deve seguir trajetórias explosivas, com exceção do cenário 4.²⁰ Na medida em que o mercado efetivamente considerasse tal coeficiente um bom indicador do estado de endividamento externo do país e, em conformidade com a recomendação de Simonsen, julgasse como aceitáveis valores de “d” não superiores a 4, não apenas as trajetórias projetadas para os cenários 1 e 2 — em que o coeficiente “d” declina continuamente a partir de 1999 —, mas também a trajetória associada ao cenário 3 — em que o coeficiente “d” estabiliza em torno de 4 — poderiam ser consideradas sustentáveis.



20 Mesmo nesse caso, porém, é preciso considerar que o cálculo de quais seriam o déficit em conta corrente e os níveis de endividamento externo em uma situação de desequilíbrio crescente serve apenas como um simples indicativo do tipo de situação que decorreria da passividade da política econômica. Como lembra, corretamente, Horne (1991, p.1.560): "The method that is frequently used to make forecasts of current account imbalances conditional on unchanged policies ignores the possibility that if the economy is expected to move along an unsustainable path, some mechanism (...) will be activated to prevent this."

A “sustentabilidade” dessas trajetórias depende, evidentemente, da plausibilidade das hipóteses adotadas nas simulações, em particular da trajetória do câmbio real e de sua consistência com a evolução projetada para o PIB.

6 - Conclusões

Ao analisar as conclusões que podem ser derivadas deste trabalho, é preciso lembrar a qualificação de Razin e Milesi-Ferretti de que:

“(…) a specific threshold on persistent current account deficits (...) is not *per se* a sufficiently informative indicator of sustainability. The size of current account imbalances should be considered in conjunction with exchange rate policy and structural factors, such as the level and composition of external liabilities, the degree of openness and the composition of trade, the level of saving and investment. Persistent current account deficits should flash a red light if the export sector is small, debt service is large, savings are low, the financial sector is dominated by banks under weak supervision, and equity financing is small” [Razin e Milesi-Ferretti (1995, p. 39-40)].

Portanto, os indicadores dos quais trata este artigo constituem apenas parte dos elementos que se deve levar em conta na análise da situação externa de um país.

Isto posto, pode-se afirmar que, de acordo com as simulações realizadas, a sustentabilidade da trajetória de endividamento externo do país depende crucialmente da evolução do comércio mundial nos próximos anos. Se este apresentar crescimento relativamente forte, o país estará praticamente livre de restrições à expansão doméstica, podendo crescer até 6% a.a. entre 2000 e 2003 sem comprometer a sua situação externa. Por outro lado, se o nível de comércio mundial crescer a taxas relativamente moderadas, o crescimento doméstico deverá ser limitado, sob pena de gerar uma elevação excessiva do passivo externo líquido do país. No caso de o comércio mundial crescer, em média, 3% a.a. entre 2000 e 2003, o crescimento doméstico sustentável estará limitado à taxa de 4,5% a.a. no período.

De qualquer forma, os resultados das simulações se revelam bastante otimistas, pois não apontam para a existência de restrições muito severas ao crescimento doméstico. Evidentemente, tais resultados estão diretamente relacionados ao colapso do regime cambial em vigor no Brasil até janeiro de 1999 e à subsequente má desvalorização do câmbio, que deve propiciar significativo impulso às exportações e desestímulo às importações do país.

Neste sentido, 1999 pode ser considerado o *turning point* a que se referem Milesi-Ferretti e Razin, a respeito das condições para a sustentabilidade do endividamento externo de países caracterizados por persistentes déficits em conta corrente:

“For a country that has positive net external liabilities and is running persistent trade and current account deficits, solvency and sustainability require a ‘turning point’ in the trade balance from deficits to surpluses. The issue is whether this ‘turning point’ can be achieved smoothly, without disruptions in economic activity, or whether it is forced by events (...)” [Milesi-Ferretti e Razin (1996, p. 3)].

Abstract

This paper studies the medium run prospects — up to 2003 — for Brazilian foreign liabilities based on an analytical framework that calculates the current account balance required to stabilize the ratio foreign liabilities/exports. We project the behavior of the main current account variables under alternative world trade growth and GDP growth scenarios. Sustainability of Brazil’s foreign indebtedness is shown to depend crucially on world trade, which imposes a limit to sustainable domestic growth.

Bibliografia

- ALÉM, A. C. D., GIAMBIAGI, F., PASTORIZA, F. *Cenário macroeconômico: 1997-2002*. BNDES/Depec, maio 1997, 68 p. (Texto para Discussão, 56).
- ALMONACID, R., SCRIMINI, G. A mágica do dr. Gustavo Franco. *Gazeta Mercantil*, 3 de dezembro, p. A-10, 1996.
- AVRAMOVIC, D. GULHATI, R., HAYES, J. P., HUSAIN, S. S., RAO, B., WEILLE, J. de, WYSS, H. *Economic growth and external debt*. Baltimore: John Hopkins Press, 1964.
- BULOW, J., ROGOFF, K. A constant recontracting model of sovereign debt. *Journal of Political Economy*, v. 97, p. 155-178, 1989.
- CARDOSO, E. *Brazil’s macroeconomic policies and capital flows in the 1990s*. Trabalho preparado para o projeto WIDER sobre fluxos de capital na década de 90, 1996.
- CASTRO, A. S. de, CAVALCANTI, M. A. F. H. *Estimação de equações de exportação e importação para o Brasil — 1955/95*. Rio de Janeiro: IPEA, mar. 1997, 61 p. (Texto para Discussão, 469).
- CLINE, W. R. *International debt and the stability of the world economy*. Washington, D. C.: Institute for International Economics, 1983.
- COOPER, R. N., SACHS, J. D. Borrowing abroad: the debtor’s perspective. In: SMITH, G. W., CUDDINGTON, J. D. (eds.). *International debt and the developing countries*. World Bank, 1985.

- CORSETTI, G., PESENTI, P., ROUBINI, N. *What caused the Asian currency and financial crisis?* 1998, 118 p., mimeo.
- DHONTE, P. *Clockwork debt: trade and the external debt of developing countries.* Lexington, Mass., 1979.
- DORNBUSCH, R. Políticas de estabilización en los países en desarrollo: qué es lo que hemos aprendido? *Desarrollo Económico*, Buenos Aires, v. 22, n. 86, p. 187-201, jul./set. 1982.
- EATON, J., GERSOVITZ, M. Debt with potential repudiation: theory and estimation. *Review of Economic Studies*, v. 48, p. 289-309, 1981.
- FARIA, L. V. de. Lições esquecidas. *Conjuntura Econômica*, p. 24-32, jul. 1997.
- FERNANDEZ, R., ROSENTHAL, R. Strategic analysis of sovereign debt renegotiations. *Review of Economic Studies*, v. 57, p. 331-349, 1990.
- GIAMBIAGI, F. A condição de estabilidade do coeficiente de endividamento externo: cálculo do requisito de aumento das exportações no Brasil. *Revista do BNDES*, dez. 1997.
- GIAMBIAGI, F., REIS, C. O aumento do déficit em conta corrente no Brasil nos anos 90: o caso dos serviços não-financeiros. *Conjuntura Econômica*, p. 59-63, jun. 1997.
- GUIMARÃES, E. A. *Taxas de câmbio setoriais: metodologia e resultados.* Funcex, abr. 1995, 31 p. (Texto para Discussão, 106).
- GUIMARÃES, E. A., PINHEIRO, A. C., FALCÃO, C., POURCHET, H., MARKWALD, R. A. *Índices de preço e quantum das exportações brasileiras.* Funcex, mar. 1997, 55 p. (Texto para Discussão, 121).
- HEYMANN, D. Sobre la interpretación de la cuenta corriente. *Desarrollo Económico*, v. 34, n. 135, p. 323-342, oct./dic. 1994.
- . Una nota sobre indicadores de la deuda externa. *Revista de Economía*, Banco Central del Uruguay, segunda época, v. III, n. 1, p. 25-36, 1995.
- HORNE, J. Criteria of external sustainability. *European Economic Review*, v. 35, p. 1.559-1.574, 1991.
- JOHANSEN, S. Statistical analysis of cointegrating vectors. *Journal of Economic Dynamics and Control*, v.12, p. 231-254, 1988.
- KRUGMAN, P. International debt strategies in an uncertain world. In: SMITH, G. W., CUDDINGTON, J. D. (eds.). *International debt and the developing countries.* World Bank, 1985.
- LUSTIG, N. *The Mexican peso crisis, the rescue package and beyond.* Brookings Institution, 1996, 25 p.

- MAKA, A. *A sustentabilidade de déficits em conta corrente*. Rio de Janeiro: IPEA, maio 1997, 25 p. (Texto para Discussão, 481).
- MILESI-FERRETTI, G. M., RAZIN, A. *Current account sustainability: selected East Asian and Latin American experiences*. 1996 (CEPR Discussion Paper, 1.509).
- PASTORE, A. C., BLUM, B. S., PINOTTI, M. C. *Paridade de poder de compra, câmbio real e saldos comerciais*. 1997, 52 p., mimeo.
- PASTORE, A. C., PINOTTI, M. C. O futuro do real: o uso das políticas fiscal e monetária para a estabilização interna e externa. In: VELLOSO, J. P. dos R. (coord.). *O real, o crescimento e as reformas*. Fórum Nacional, José Olympio Editora, 1996.
- PONTA, A. F. A sustentabilidade do endividamento externo no Brasil: uma análise de co-integração. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, Rio de Janeiro, v. 26, n. 3, p. 399-415, dez. 1996.
- RAZIN, A., MILESI-FERRETTI, G. M. *Current account sustainability*. Trabalho apresentado na conferência International Capital Flows, organizada pelo Fundo Monetário Internacional. Washington, 13 e 14 de dezembro, 1995.
- REIS, E., BONELLI, R., POLÔNIA, S. Dívidas e déficits: projeções para o médio prazo. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, Rio de Janeiro, v. 18, n. 2, p. 239-270, ago. 1988.
- ROSSI, J. *A dinâmica da dívida externa: algumas simulações para o Brasil*. Rio de Janeiro: IPEA/INPES, maio 1989 (Texto para Discussão, 165).
- SACHS, J., TORNELL, A., VELASCO, A. *The collapse of the Mexican peso: what have we learned?* 1995, 55 p., mimeo.
- SIMONSEN, M. H. *Macroeconomia*. Apec, 5 ed., 1976.
- . The developing-country debt problem. In: SMITH, G. W., CUDDINGTON, J. D. (eds.). *International debt and the developing countries*. World Bank, 1984.
- WERNECK, R., BEVILACQUA, A. *Fiscal-policy sustainability in Brazil*. Trabalho preparado para o projeto Fiscal-Policy Sustainability in Latin America, Inter-American Development Bank-IDB, 1997, 75 p.

(Originais recebidos em abril de 1998. Revistos em dezembro de 1998.)

