

Dívida externa, crescimento econômico e ajustamento fiscal *

DIONÍSIO DIAS CARNEIRO **

ROGÉRIO L. FURQUIM WERNECK **

Este artigo procura examinar o papel do ajuste fiscal na análise das restrições ao crescimento econômico em países endividados. Desenvolve-se um modelo linear simples que é usado para confrontar diferentes enfoques das restrições ao crescimento. A seguir, exploram-se os efeitos de se eliminarem algumas das simplificações do modelo inicial e sugerem-se algumas extensões dos resultados. Finalmente, apresenta-se uma aplicação do modelo, usando alguns parâmetros estilizados para a economia brasileira. Apontam-se implicações para a avaliação dos benefícios da redução da dívida externa e extraem-se outras conclusões.

1 — Introdução

No debate sobre o problema da dívida externa, a maior parte das atenções tem-se centrado na análise agregada das restrições às perspectivas de crescimento impostas pelo peso da dívida. Dada a relevância da dívida externa do setor público na maioria dos países endividados, a existência de um importante problema de transferência interna, envolvendo a necessidade de um ajuste fiscal, tem sido reconhecida, mas suas implicações não foram ainda adequadamente exploradas, nem na avaliação da capacidade de um país manter o serviço da dívida, nem na análise dos efeitos de uma redução no peso da dívida sobre as possibilidades de crescimento do país endividado.¹

Em geral, implícita ou explicitamente, admite-se que o ajuste fiscal requerido, ainda que severo, seja sempre factível. Mas a experiência recente da maioria dos países endividados tem mostrado que ajustes fiscais significati-

* Parte das idéias contidas neste artigo foram apresentadas e discutidas no seminário sobre "Perspectivas de Crescimento de Médio e Longo Prazos para Países em Desenvolvimento", organizado pelo Wider/UNU em Helsinkí, em agosto de 1988. Os autores agradecem os comentários dos participantes do seminário, tendo se beneficiado em particular de discussões informais com Lance Taylor, Hollis Chenery, Prouab Sen, Ajit Singh, Mihir Rakshit e Juan Maria Caballero. São gratos também a Marcelo P. Abreu e Edmar Bacha pelas críticas a uma versão preliminar e, ainda, a Mariana W. Bastos pela tradução da versão em inglês que circulou desde agosto de 1988 como Texto para Discussão n.º 202 do Departamento de Economia da PUC-RJ.

** Do Departamento de Economia da PUC-RJ.

¹ Entre as exceções mais recentes, ver Bacha (1990).

vos podem ser extremamente difíceis de implementar.² No caso de países como Brasil, Argentina e Peru, a magnitude dos ajustes fiscais requeridos parece ser grande o suficiente para tornar a sua viabilização política nada trivial. Uma das razões para a necessidade de ajustes tão grandes é a importância do papel do investimento público nessas economias como indutor do investimento privado. Outra razão é o uso tradicional de recursos públicos para financiar a operação de bancos de desenvolvimento e outros intermediários financeiros que fornecem crédito a longo prazo para investidores do setor privado. A retomada de taxas razoavelmente altas de crescimento envolve não só permitir que o setor público financie o já considerável serviço de sua dívida externa, mas também restaurar a importância da poupança do setor público. Isto sugere que uma consideração cuidadosa da restrição fiscal pode levar a avaliações bem diferentes da capacidade de uma economia endividada crescer mantendo o serviço da dívida externa.

Este artigo procura examinar o papel do ajuste fiscal na análise das restrições ao crescimento econômico em países endividados. Na Seção 2 desenvolve-se um modelo linear simples que constitui a base para discussão apresentada em seguida. Tal modelo é usado na Seção 3 para confrontar diferentes visões das restrições ao crescimento identificadas na seção anterior. A Seção 4 explora os efeitos de se eliminarem algumas das simplificações do modelo inicial e sugere algumas extensões dos resultados. Finalmente, a Seção 5 apresenta uma aplicação do modelo, usando alguns parâmetros estilizados para a economia brasileira. Apontam-se implicações para a avaliação dos benefícios da redução da dívida externa e extraem-se outras conclusões.

2 — Um modelo linear simples

Um modelo linear simples, na tradição de dois hiatos indicados por Chenery e Bruno (1962), pode ajudar a contrastar diferentes enfoques da determinação do que constitui um serviço da dívida sustentável. Primeiro, considere-se o enfoque usual da restrição do balanço de pagamentos. Se D' é a variação da dívida externa líquida, J o pagamento total de juros sobre esta dívida, X^N o valor das exportações líquidas de bens e serviços não-fatores e F o fluxo de investimento direto líquido, pode-se escrever:

$$J - X^N = F + D' \quad (1)$$

A equação (1) para o balanço de pagamentos chama atenção para o fato de que a manutenção do pagamento de juros depende da combinação da

² Mesmo ignorando o fato de que a economia política destes ajustes pode ser bem diferente, dependendo de quanto do ajuste deve decorrer de aumento de receita e quanto de redução de gastos.

capacidade do país no sentido de transferir recursos reais para o exterior com a sua capacidade de obter capital estrangeiro, tanto de risco quanto empréstimos.³ Considerando-se que esta capacidade depende de uma variedade de fatores que incluem o nível de absorção interna, as possibilidades de crescimento futuro, bem como fatores exógenos que influenciam as possibilidades de aumentar o financiamento externo, vale a pena reescrever a equação da forma mostrada abaixo. Usando letras minúsculas para representar todas as variáveis como proporção do PIB potencial e supondo, para simplificar, que a taxa de câmbio real permanece constante, pode-se escrever:⁴

$$j + a = u + f + d' \quad (2)$$

onde a representa o nível de absorção doméstica e u representa o nível de utilização de capacidade.

Esta equação diz que o pagamento de juros ($j > 0$) da dívida externa pode ser sustentado enquanto a parcela do PIB absorvida internamente não ultrapassar a soma do produto com a poupança externa. Se, por exemplo, o pagamento contratual de juros for j_0 e existir um limite d' para o aumento da dívida externa, uma restrição como:

$$j \geq j_0 \quad (3)$$

poderia, em princípio, ser atendida desde que:

$$j_0 \leq u - a + f + d' \quad (3')$$

Dado o nível de utilização de capacidade, pode ser necessário algum esforço fiscal visando evitar que a absorção interna de recursos (a) diminua o espaço para o pagamento de juros (j) ou, inversamente, que o pagamento de juros diminua o espaço para o consumo e o investimento. Os sintomas macroeconômicos do primeiro caso são tipicamente a escassez de divisas e os atrasos nos pagamentos externos. Já os do segundo caso seriam pressões inflacionárias, desvalorização cambial provocando a redução do salário real e, conseqüentemente, do consumo privado, tudo isto combinado provavelmente com taxas de juros mais altas e, em conseqüência, reduzindo também o investimento.

A expressão (3') pode ajudar a identificar a lógica de políticas financeiras usualmente associadas aos programas do FMI ligadas a pacotes de reescalo-

³ Presume-se que o saldo da conta corrente é simplesmente igual a $X^v + J$, ou seja, que a soma algébrica das transferências unilaterais, dividendos, etc., se anula.

⁴ Apesar da hipótese sobre a taxa de câmbio ser meramente para simplificar, é pouco provável que a busca de uma desvalorização real venha a constituir uma questão dominante de política econômica na maioria dos países mais endividados. A principal conclusão de Hughes e Singh (1988), de que políticas cambiais não ajudam a explicar os diferentes desempenhos de economias de sucesso asiáticas e economias caóticas da América Latina nos anos 80, parece justificar esta suposição.

namento da dívida, adotadas por vários países desde agosto de 1982. O país endividado típico pode não ser capaz de manter a plena utilização da capacidade ($u = 1$) por causa de importações não-competitivas de bens intermediários (e/ou alimentos). A idéia é evitar que uma crise prolongada, com baixo nível de absorção (a) — por causa de um baixo nível realizável de utilização da capacidade (u) e nenhuma capacidade de endividamento ($d' \leq 0$) —, termine por reduzir o espaço para o pagamento de juros (j), dando margem a uma suspensão generalizada de pagamentos de juros externos. Adota-se um pacote de medidas que, enquanto fornecem moeda estrangeira (isto é, mais $f + d'$) suficiente para permitir $u = 1$, requerem alguma forma de políticas fiscal e monetária restritivas que tornem a absorção (a) compatível com (3).

Note-se que um pacote de medidas de ajuste bem-sucedido, conforme definição de Williamson (1983), deveria permitir $u = 1$. E, apesar de manter a sob controle, poderia em princípio resultar em aumento de consumo e investimento, graças ao crescimento do PIB. Contudo, na maioria das experiências de estabilização em países endividados nos anos 80, o resultado da austeridade fiscal foi um baixo nível de utilização da capacidade, que não só implicou baixa absorção como estreitamento das perspectivas de crescimento.⁵

Muito ao contrário, o ajuste fiscal que geralmente é necessário para restaurar a capacidade de crescimento do país endividado, de forma coerente com as restrições decorrentes da dívida externa, requer um aumento da poupança do setor público, não só para financiar o investimento público como também para ajudar a financiar grande parte do investimento privado.⁶

Para levar isto em conta, pode ser útil partir da definição da poupança pública como a diferença entre a receita do governo (arrecadação de impostos mais retorno sobre os ativos das empresas públicas) e a soma do consumo e do pagamento de juros, distinguindo-se a dívida interna da externa:

$$s^{PUB} = t + r.k^{PUB} - c - q - h.j \quad (4)$$

onde todas as variáveis são novamente expressas como proporção do PIB potencial: t representa a carga tributária, líquida de subsídios e transferências; r é a taxa de retorno sobre os ativos das empresas estatais; c é o consumo total

⁵ Verificar, por exemplo, as experiências de estabilização analisadas por Taylor (1988). Pode-se notar que as conseqüências de longo prazo dos ajustes recessivos são mais sérias na medida em que os cortes do investimento público, promovidos em nome da austeridade fiscal, levaram a reduções permanentes do investimento total, devido à complementaridade entre investimento público e privado na maioria das economias em desenvolvimento.

⁶ Em alguns países muito endividados, após um longo período de ajuste externo, a poupança do governo caiu significativamente. No Brasil, em meados da década de 70, a poupança gerada pelo setor público — incluindo empresas estatais — representava um terço da poupança interna total. Esta grande capacidade de geração de poupança do setor público havia praticamente desaparecido em meados da década de 80 [ver Werneck (1987)].

do governo; q representa o pagamento de juros da dívida pública interna; e $h.j$ é o pagamento de juros da dívida pública externa. O parâmetro h representa a participação da dívida pública na dívida externa total. O valor dos ativos das empresas estatais como proporção do PIB potencial é dado por k^{PUB} .

Pode-se agora definir a variável z como:

$$z = t + r.k^{PUB} - c - q \quad (5)$$

e notar que o ajuste fiscal relevante neste caso significa um aumento em z . Este ajuste pode decorrer tanto de um aumento da carga tributária t como de um corte no consumo do governo c , ou ainda de uma redução do pagamento q de juros da dívida interna. Também pode advir de um aumento da taxa r de retorno sobre ativos de empresas estatais, resultante ou de menores custos de produção ou de preços relativos mais altos para os bens e serviços produzidos por estas empresas. Reescrevendo:

$$z = s^{PUB} + h.j \quad (6)$$

Fica claro que o ajuste fiscal em z vai depender do aumento requerido da poupança do setor público e do comportamento do pagamento de juros da dívida pública externa. Suponha-se agora que s^{PUB1} é o aumento requerido desta poupança e que j assume o valor j_1 . Se a posição inicial é dada por:

$$z_0 = s^{PUB0} + h.j_0$$

pode-se definir o ajuste necessário como $z_1 - z_0$.

Mas o que determina o aumento requerido da poupança do setor público? O que aqui se supõe é que tal aumento é determinado pelo que é necessário para fechar o hiato de poupança da economia, dada a taxa de crescimento almejada. Para determinar isto, considere-se a conta de capital da economia, escrita como proporção do PIB potencial sem considerar a depreciação:

$$k.g = s^{PUB} + s^{PRI} + s^{FOR}$$

onde k é a relação incremental capital/produto e g é a taxa de crescimento do PIB potencial; naturalmente, $k.g$ é o investimento agregado requerido e s^{PRI} e s^{FOR} são, respectivamente, as poupanças privada e externa medidas como proporção do PIB potencial. A poupança externa, que, por definição, é igual ao déficit da conta corrente do balanço de pagamentos, corresponde a soma do investimento externo direto e do aumento da dívida externa. Isto quer dizer que a equação pode ser reescrita como:

$$s^{PUB} = k.g - s^{PRI} - f - d' \quad (7)$$

o que estabelece a expressão para a poupança requerida do setor público.

Para analisar o ajuste fiscal requerido, o valor de s^{PUB} dado pela equação acima pode ser substituído na equação (6), gerando:

$$z = k.g - s^{PRI} - f + h.j - d' \quad (8)$$

Considere-se agora as possibilidades de crescimento em *steady state*. Suponha-se s^{PRI} , f , k e h constantes. Existe uma relação linear básica entre z e j , para cada nível sustentável de d' e cada taxa almejada g de crescimento do PIB, conforme mostra o Gráfico 1. Pode-se supor, sem perda de generalidade, que, para crescimento em *steady state*:

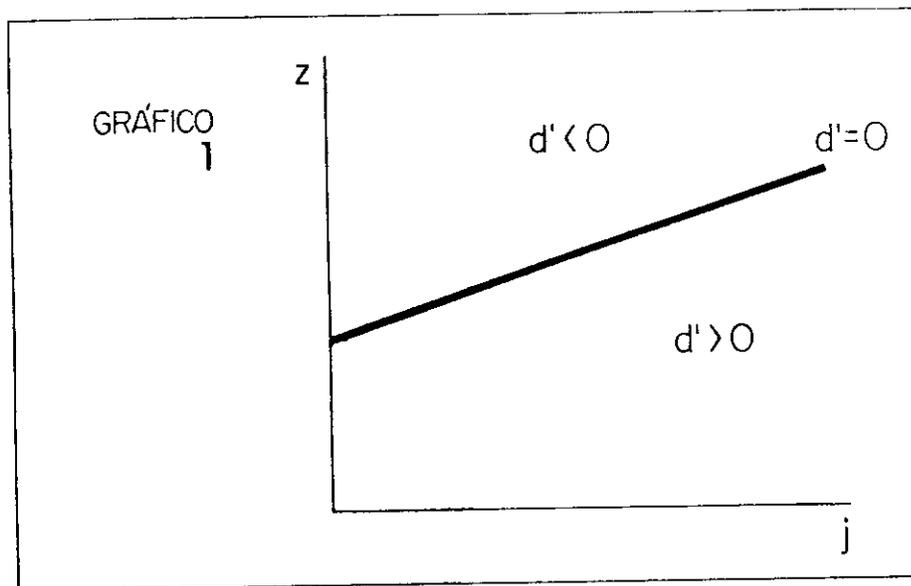
$$d' = 0$$

Pares (j, z) abaixo da reta relativa a $d' = 0$ correspondem a relações dívida/PIB crescentes e pares acima correspondem a relações decrescentes.

A determinação do crescimento a longo prazo dependeria do fecho específico a ser dado ao modelo. Se a manutenção do equilíbrio político-social requer uma certa taxa de crescimento, pode-se escrever:

$$g = g^a \quad (9)$$

e o modelo pode ser fechado de pelo menos três formas distintas: a) atrasos em pagamentos externos e moratória, ao levarem a algum tipo de redução no peso da dívida, constituem uma forma de tornar j endógeno, e é certa-

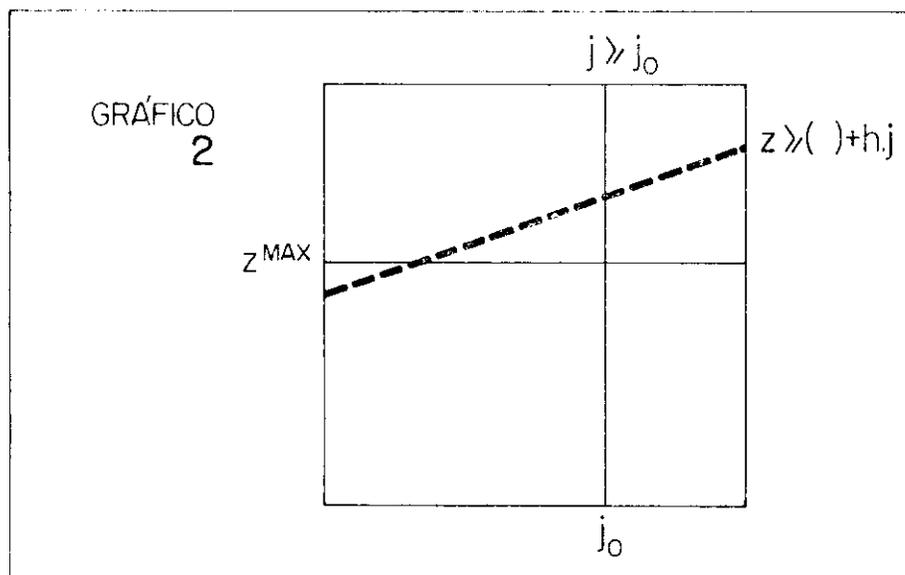


mente o caso relevante para vários países; b) onde o financiamento através de inflação é visto como possível substituto para poupança do setor público gerada pela taxaço, hiatos entre o z requerido e o viável, para cada nível de j , podem ser fechados através de um imposto inflacionário que seja sustentável e, de preferência, sem efeitos sobre a poupança privada; e c) um ajuste fiscal não inflacionário, visando atingir o z requerido para recompor os pagamentos externos e as perspectivas de crescimento, pode ser o outro caminho para restaurar a consistência macroeconômica.

Analogamente ao que foi feito com j em (3) e g em (9), pode-se agora considerar explicitamente as dificuldades econômicas e políticas que impõem um limite superior à magnitude do ajuste fiscal.⁷ Isto pode ser levado em conta estabelecendo-se que:

$$z \leq z^{MAX} \quad (10)$$

Se (9) for reescrito como $g \geq g^H$ e substituído em (8), e a restrição resultante for considerada juntamente com as restrições (3) e (10), é possível que se obtenha um conjunto factível vazio, conforme mostra o Gráfico 2. E este parece ser exatamente o caso que pode ser observado atualmente em alguns países endividados. Isto pode significar que uma das restrições vai ter de fato que ser relaxada.



⁷ Para uma discussão das razões para a existência de limites relevantes ao ajuste fiscal no Brasil, ver Bacha e Werneck (1988).

3 — “Assim é se lhe parece”⁸

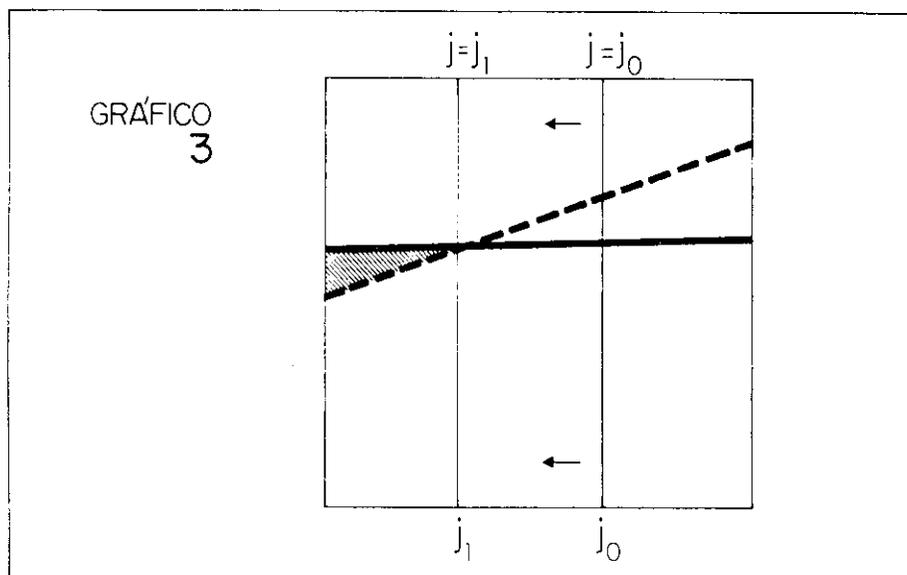
É interessante contrastar visões distintas do problema, resultantes de diferentes percepções de qual a restrição que vai ter realmente que ceder. A coexistência destas diferentes perspectivas do problema tem contribuído para aumentar a complexidade do debate sobre a política econômica, no que concerne às restrições impostas pela dívida externa ao crescimento.

Uma possibilidade seria argüir que o que tem de ceder é a primeira restrição, relativa ao pagamento contratual de juros ($j \geq j_0$). Neste caso, ter-se-ia um problema de programação linear, como mostra o Gráfico 3. O pagamento de juros sobre a dívida externa seria tão alto quanto permitissem as restrições que determinam o tamanho do ajuste fiscal. Os valores ótimos seriam j_1 e $z_1 = z^{MAX}$, e o ajuste fiscal seria dado por $z^{MAX} - z_0$.

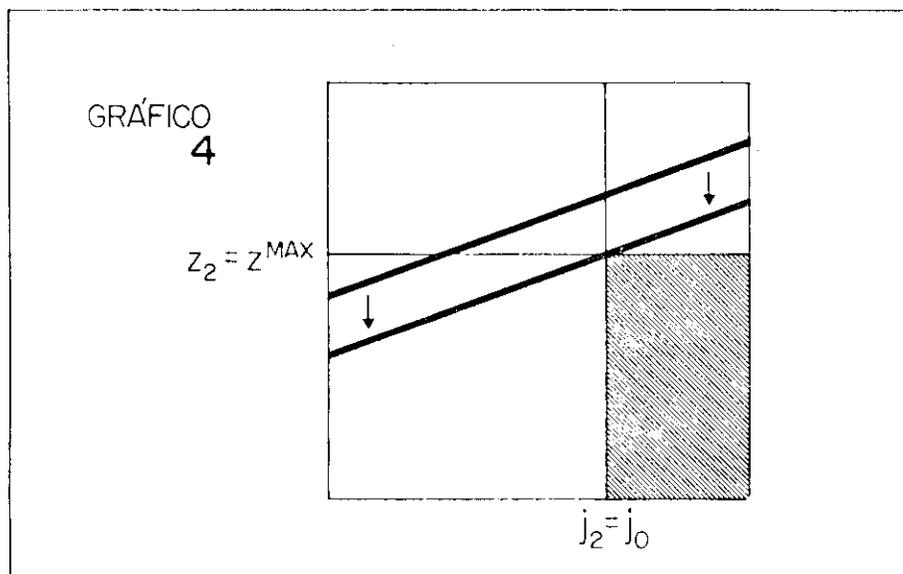
Uma outra possibilidade seria acreditar que o que realmente tem de ceder é a segunda restrição:

$$z \geq (k \cdot g^H - s^{PII} - f - d) + h \cdot j \quad (11)$$

O modelo de programação seria o representado no Gráfico 4. A taxa almejada de crescimento anual g^H teria de ser corrigida para baixo, de forma a reduzir o ajuste fiscal necessário. Esta taxa seria tão alta quanto permitissem a manutenção dos pagamentos contratuais de juros da dívida externa



⁸ Apud L. Pirandello.



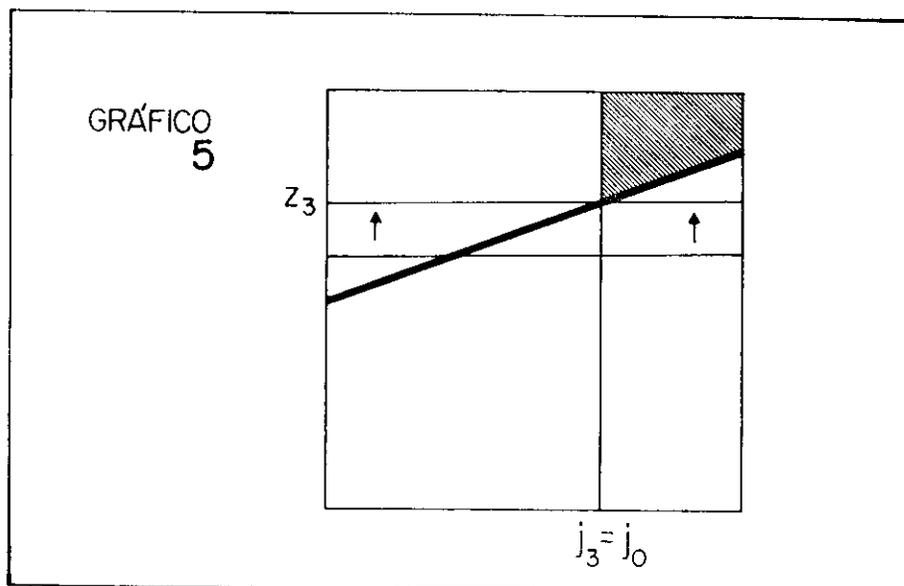
e o limite superior ao tamanho do ajuste fiscal. Os valores ótimos seriam $z_2 = z^{MAX}$ e $j_2 = j_0$. O ajuste fiscal seria novamente $z^{MAX} - z_0$, mas a taxa de crescimento seria mais baixa que no primeiro caso e o pagamento de juros maior.

Finalmente, uma terceira possibilidade seria desconsiderar a existência de um limite superior ao ajuste fiscal e acreditar que tudo o que realmente se faz necessário é apenas vontade política adequada por parte do governo. Neste caso, o modelo de programação linear relevante seria o apresentado no Gráfico 5. A idéia seria minimizar o valor de z , sujeito às restrições de pagamentos de juros da dívida externa e do ajuste fiscal requerido para a geração de poupança. Os valores ótimos seriam z_3 e $j_3 = j_0$ e o ajuste fiscal seria dado por $z_3 - z_0$.

Estes resultados ilustram a importância do limite superior ao ajuste fiscal na determinação da relevância do *trade-off* entre crescimento econômico e pagamento de juros da dívida externa. Para constatar isto mais claramente, pode-se substituir (8) em (10) acima e obter:

$$g \leq (z^{MAX} + s^{PRI} + f + d' - h \cdot j) / k \quad (12)$$

Supondo, como acima, que s^{PRI} , f e d' são constantes, a restrição (12) gera um *trade-off* linear entre a taxa de crescimento g e o pagamento de juros j , para um dado limite superior ao ajuste fiscal z^{MAX} , como pode ser visto no Gráfico 6.



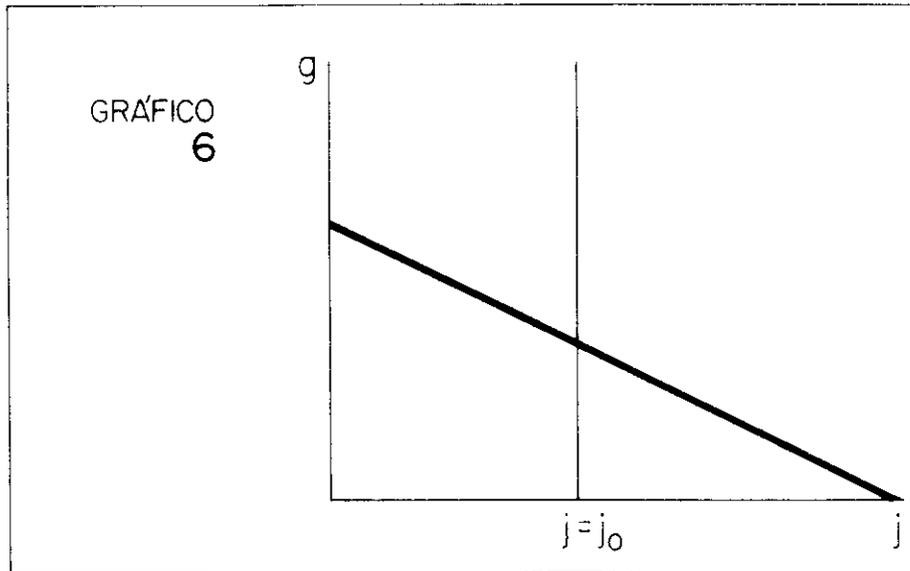
4 — Algumas extensões

A análise acima é certamente incompleta. Se a única restrição relevante fosse uma das apresentadas no Gráfico 6, seria difícil entender por que o país abdicaria da imposição de uma redução drástica dos pagamentos de juros da sua dívida externa, especialmente quando há quase consenso de que os empréstimos voluntários dos bancos privados não serão restaurados de forma significativa por muito tempo. O que impede tal passo é a percepção de que pode haver efeitos indesejáveis tanto sobre a restrição externa (1) como sobre a restrição fiscal (12).

Para levar em conta estes efeitos, pode-se reescrever (1) como:

$$j \leq x^N + f + d' \quad (13)$$

onde todas as variáveis são expressas como proporção do PIB potencial e supõe-se que as exportações líquidas x^N dependem negativamente tanto da taxa de crescimento do PIB quanto da diferença entre os pagamentos de juros contratuais j_0 e os pagamentos efetivos j . A idéia é que o não pagamento dos juros contratuais tornaria mais difícil manter as exportações líquidas como proporção do PIB, devido a retaliações comerciais marginais por



parte dos países industrializados. Tais retaliações seriam mais graves quanto maior a diferença $j_0 - j$. Presume-se, portanto, que as derivadas parciais

$$x_g^N < 0$$

e

$$x_j^N > 0 \text{ se } j < j_0$$

mas

$$x_j^N = 0 \text{ se } j \geq j_0$$

Possíveis efeitos da perda de credibilidade e retaliações adicionais, feitas através de agências multilaterais e linhas de crédito oficiais, levariam às seguintes hipóteses sobre as derivadas de f , o fluxo de investimento direto externo, e d' , o valor líquido dos empréstimos recebidos de agências multilaterais e governos estrangeiros:

$$f_j > 0 \text{ se } j < j_0$$

e

$$d'_j > 0 \text{ se } j < j_0$$

mas

$$f_j = d'_j = 0 \text{ se } j \geq j_0$$

Sob estas hipóteses, qual seria a aparência da restrição (13) no plano (j, g) , mostrado no Gráfico 6? Diferenciando a função que define a fronteira desta restrição, pode-se escrever que,⁹ se $j \geq j_0$, então $g_j < 0$, mas se $j < j_0$, então:

$$g_j < 0 \text{ se } x_j^N + f_j + d'_j < 1$$

e:

$$g_j > 0 \text{ se } x_j^N + f_j + d'_j > 1$$

Isto significa que a fronteira da restrição (1) poderia ter o formato mostrado no Gráfico 7 a seguir. Não fosse pelos efeitos negativos da redução unilateral do pagamento de juros a um valor menor do que o contratual, o *trade-off* entre g e j , do ponto de vista da restrição externa, seria dado pela curva AB no mesmo gráfico. Mas, devido a estes efeitos, a fronteira tende a ser menos inclinada para valores de j menores do que j_0 , seguindo a curva AC . Sendo-se mais pessimista, a fronteira poderia até mesmo ser como a curva AD , onde a derivada acaba se tornando positiva.

Como pode ser verificado acima, esta derivada será positiva quando:

$$x_j^N + f_j + d'_j > 1 \quad (14)$$

A interpretação de (14) em termos econômicos é imediata. A variável j é expressa como proporção do PIB potencial. Em princípio, uma redução unilateral do pagamento de juros de, por exemplo, 1% do PIB representaria uma folga da restrição externa que poderia permitir uma taxa de crescimento mais alta. Mas parte desta folga é anulada pelos efeitos negativos da redução unilateral dos pagamentos de juros sobre a restrição externa. Eventualmente, a soma destes efeitos, dada pelo lado esquerdo da inequação acima, poderia mais do que anular a folga inicial. Neste caso, o efeito líquido da redução unilateral dos pagamentos de juros seria negativo.

Se a curva AD for a fronteira relevante, o conjunto factível será dado pela área hachurada do Gráfico 7. Note-se que a outra restrição agora também é diferente para valores de j abaixo de j_0 , na medida em que se levam em conta os efeitos negativos da redução unilateral do pagamento de juros sobre a poupança externa em (12). A curva relevante não é mais EF , mas EF' . Como (12) pode ser reescrita como:

$$g \leq [z^{MAX} + s^{PRI} + f(j_0 - j) + d'(j_0 - j) - h \cdot j] / k \quad (15)$$

a curva EF' ainda será negativamente inclinada, conforme mostra o Gráfico 7, desde que:

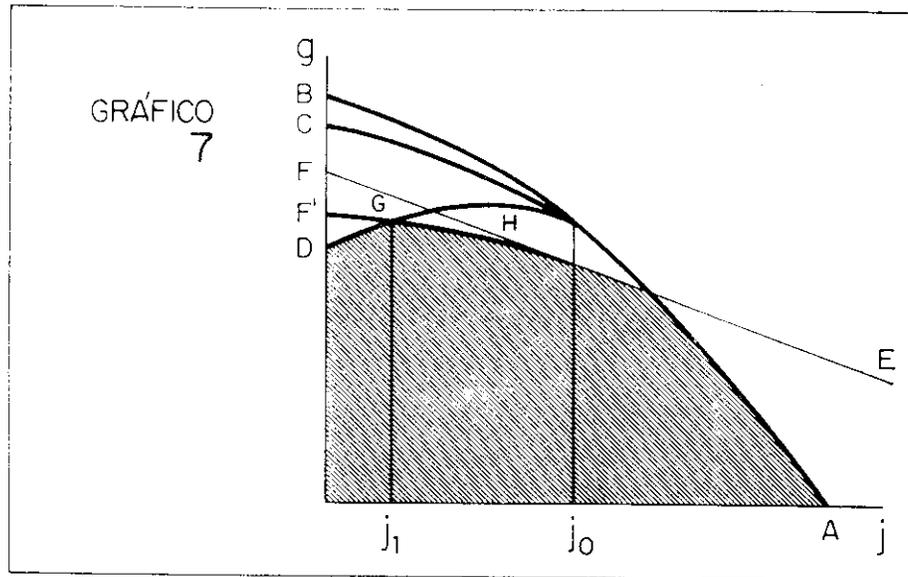
$$f_j + d'_j < h \quad (16)$$

⁹ A diferenciação de:

$$j = x^N [g, (j_0 - j)] + f(j_0 - j) + d'(j_0 - j)$$

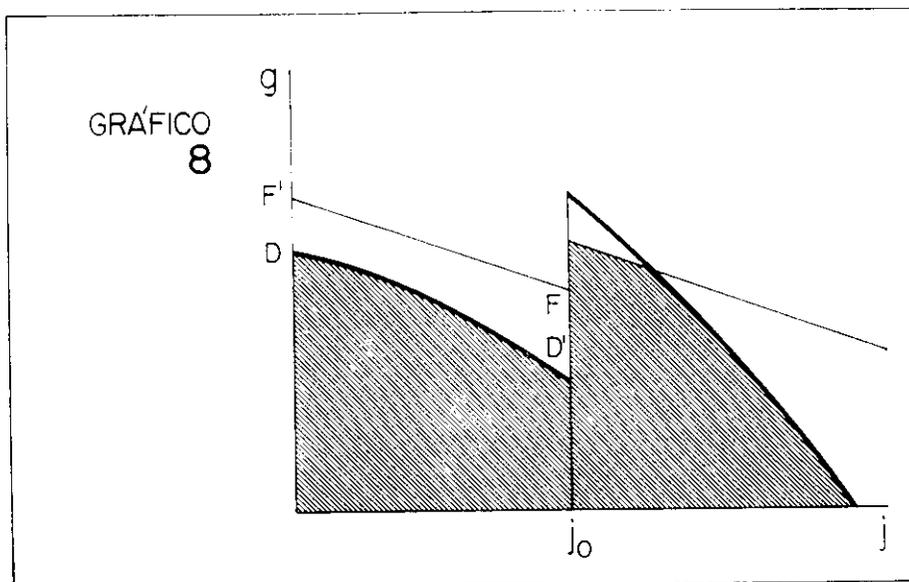
leva a:

$$g_j = (1 - x_j^N - f_j - d'_j) / x_g^N$$



A taxa de crescimento do PIB seria maximizada no ponto G. Neste caso, a redução dos pagamentos de juros ($j_0 - j_1$) consistente com esta maximização não chegaria a zerar tais pagamentos. Note-se que uma diminuição dos pagamentos de juros para um ponto à esquerda de j_1 reduziria o crescimento, se o formato da restrição externa é dado pela curva AD . No ponto G, um aumento adicional da taxa de crescimento do PIB ficaria na dependência de um rompimento da resistência ao ajuste fiscal, de forma a tornar possíveis valores mais altos para z^{MAX} . Isto significaria deslocar para cima a curva EF , dada pela restrição (15). É interessante notar que, neste caso, um aumento da taxa de crescimento do PIB exigiria um corte menor nos pagamentos de juros, já que haveria um deslocamento ao longo do segmento GH da fronteira de restrição externa.

Uma visão ainda mais pessimista levaria ao argumento de que os efeitos negativos de um corte unilateral dos pagamentos de juros não são adequadamente descritos pela suposição implícita de um processo contínuo, que gera uma curva suave como AD no Gráfico 7. Ao contrário, estes efeitos estariam melhor descritos com a hipótese de descontinuidade na fronteira de restrição externa à esquerda de j_0 , conforme mostra o Gráfico 8. Para $j < j_0$, esta fronteira seria dada pela curva $D'D$. Neste caso, também haveria uma descontinuidade na outra restrição, como pode ser visto no mesmo gráfico, como resultado do impacto abrupto sobre a poupança externa. Para $j < j_0$, a fronteira desta restrição seria a curva $F'F$. Sob estas condições, uma redução unilateral de pagamentos de juros a menos do que j_0 poderia deixar a economia



com uma taxa de crescimento mais baixa do que a que teria sido possível sem qualquer redução nos pagamentos de juros.

Naturalmente, existe um enorme espaço para controvérsia sobre a real intensidade dos efeitos negativos, sobre as duas restrições, de uma redução unilateral dos pagamentos de juros. Visões totalmente distintas sobre as possíveis magnitudes de x_j^N , f_j e d_j têm levado a posições também muito diferentes na avaliação *ex ante* dos benefícios de um enfoque unilateral do problema da dívida externa. O modelo desenvolvido acima ajuda a melhor entender e identificar as fontes da discordância.

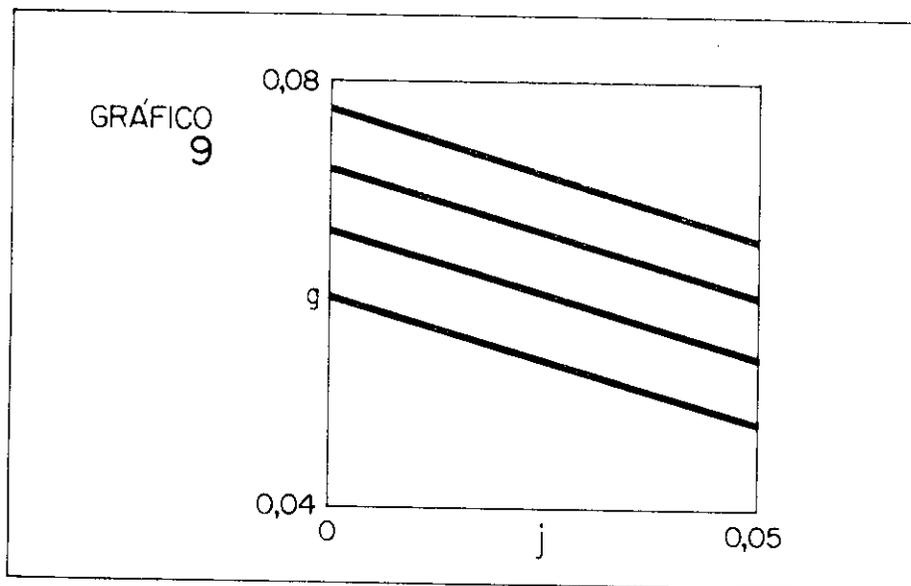
5 — Os benefícios da redução da dívida: implicações de alguns parâmetros estilizados para a economia brasileira

A evolução da situação internacional desde 1982, no que tange às perspectivas de crescimento dos países altamente endividados, tem levado à conclusão de que alguma forma de redução da dívida pode ser necessária para restaurar taxas satisfatórias de crescimento econômico mundial. A análise acima pode ser útil para explorar quantitativamente efeitos da redução da dívida.

A adoção de valores plausíveis para k , s^{PRI} , f , d e h permite que se faça uma análise de sensibilidade da relevância do *trade-off* entre crescimento e

pagamento de juros, para diferentes hipóteses sobre os ajustes fiscais viáveis z^{MAX} , usando parâmetros estilizados para a economia brasileira. Fazendo k , o coeficiente do capital agregado, igual a (5), atribuindo a $s^{PBI} + f + d'$, a soma das poupanças privada e externa como proporção do PIB potencial, um valor de 17% e considerando a participação do setor público na dívida externa como sendo de 80%, obtém-se o Gráfico 9.

Cada uma das quatro curvas corresponde a uma hipótese distinta sobre z^{MAX} . Na mais baixa, z^{MAX} é igual a 4% e, na mais alta, a 10% do PIB. Nas duas curvas intermediárias, z^{MAX} é igual a 6 e 8% do PIB. É bom ter-se em mente que 3,3% do PIB seria uma estimativa razoável para z no final da década de 80. Isto significa que um z^{MAX} de 6% implica um ajuste fiscal máximo de 2,7%, e assim por diante. Com pagamentos de juros da dívida externa em torno de 3,5% do PIB, o *trade-off* entre estes pagamentos e o crescimento econômico seria relevante para taxas acima de aproximadamente 5%, dependendo de quão pessimista se for sobre a magnitude do ajuste fiscal viável.

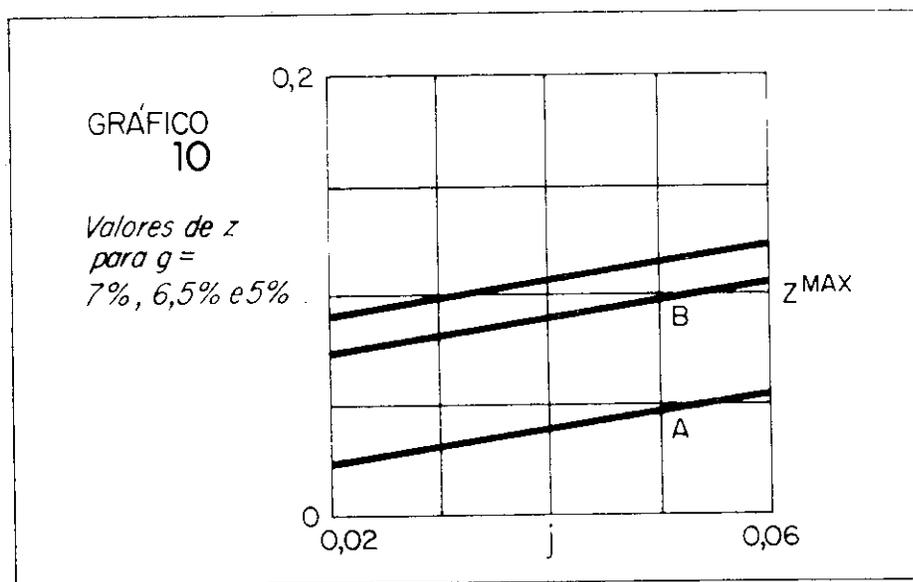


A taxa média anual de crescimento de 7% que a economia brasileira manteve entre 1940 e 1980 tem sido considerada como necessária para manter a expansão do emprego em linha com o ainda rápido crescimento da força de trabalho, apesar da queda prevista para o crescimento demográfico. Como pode ser visto no Gráfico 9, a conciliação do pagamento integral dos juros da dívida externa com a retomada da taxa de crescimento de 7% exigiria um

valor de z^{MAX} próximo a 10%, ou seja, um ajuste fiscal de aproximadamente 6,7%, o que pode envolver tensões políticas consideráveis no processo de implementação.

O modelo apresentado neste artigo permite a caracterização das restrições que limitam o crescimento efetivo de uma economia em situações concretas. Serve ao propósito de identificar os benefícios de uma redução da dívida, além de mostrar a relação entre redução da dívida e ajuste fiscal. Em particular, mostrou-se que, quando a poupança do governo torna-se necessária para complementar as poupanças privada e externa para que se atinja uma certa taxa de crescimento, uma dada redução dos pagamentos de juros pode resultar em crescimento econômico substancialmente maior somente se for politicamente viável o ajuste fiscal, que eleva a poupança do governo, de forma que a restrição de poupança possa ser satisfeita. Esta condição deve ser ainda mais relevante para aqueles países nos quais, durante o doloroso processo de reescalonamento da dívida de meados dos anos 80, o setor público absorveu uma grande parte da dívida do setor privado.

A variável z foi definida como a soma da poupança do governo com o pagamento dos juros da dívida pública externa, expressa como proporção do PIB. Seu valor foi definido como função de g , a taxa alvo de crescimento, e j , o total dos juros pagos pelo país aos credores externos, também como proporção do PIB. No Gráfico 10, usando parâmetros estilizados para a economia brasileira, podem ser vistas três curvas representando pares (j, z) correspondendo a taxas anuais de crescimento de 5, 6,5 e 7%, respectivamente,

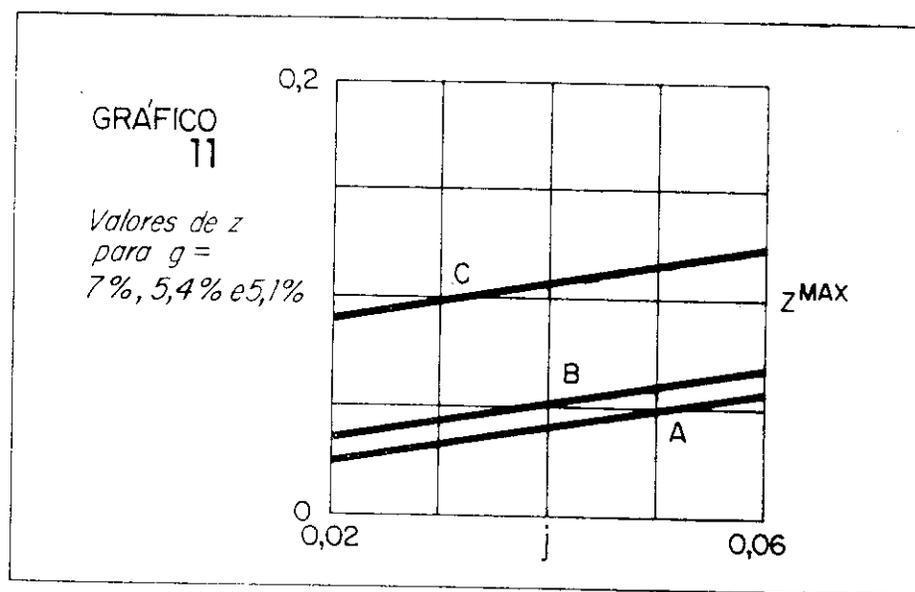


que ilustram as conclusões. No eixo vertical, z^{MAX} , o limite politicamente viável para o ajuste fiscal, foi tomado como 10% do PIB.

Suponha-se que os pagamentos de juros contratados, antes da redução, fossem de 3% do PIB, enquanto que o limite político para o ajuste fiscal no espaço de tempo considerado fosse tal que z não pode ser maior que 10% do PIB. Usando então os mesmos parâmetros do Gráfico 10, uma taxa de crescimento de 5,1% seria compatível com z igual a 3%. Observe-se que o ajuste fiscal já seria suficiente para levar a economia a uma taxa anual de crescimento de 6,5%, com os mesmos pagamentos de juros de 3% do PIB. O tamanho do ajuste fiscal pode ser medido verticalmente ao longo da linha definida por $j = 3\%$ no Gráfico 10, e é de 3% do PIB.

Se os pagamentos de juros fossem reduzidos de 5 para 4% do PIB, por exemplo, haveria um ganho de crescimento demonstrado no Gráfico 11 pelo deslocamento de A para B , simplesmente como resultado da redução da dívida. De A para B , um aumento da taxa de crescimento de 5,1 para 5,4% é obtido com a redução de 1% do PIB dos pagamentos de juros, sem ajuste fiscal. De B para C , o aumento possível da taxa de crescimento (de 5,4 para 7%) é atingido através da combinação de mais uma redução dos pagamentos de juros, equivalente a mais 1% do PIB, com um ajuste fiscal estendido ao limite político dado por z^{MAX} .

Finalmente, não se pode deixar de fazer duas observações sobre o comportamento recente da economia brasileira. Primeiro, a forte recuperação de 1984/86 aconteceu sem ajuste fiscal porque a demanda por investimento estava bem baixa, dado que prevaleceu um nível baixo de utilização da capa-



cidade (n) nas condições iniciais, em decorrência da recessão de 1981/83.¹⁰ Esta recuperação não durou porque a subida das taxas de crescimento da renda e da utilização da capacidade não foi acompanhada por uma expansão adequada da poupança do governo. Por outro lado, não se pode dar ênfase demasiada à suspensão unilateral dos pagamentos de juros de 1987 como causa de um relaxamento das restrições ao crescimento enfrentadas pelo país. A análise acima reforça o papel do ajuste fiscal mesmo em uma estratégia de redução unilateral dos pagamentos de juros da dívida.

Abstract

This paper aims at examining the role of fiscal adjustment in the analysis of the constraints to economic growth in debt-ridden developing economies. It presents a simple linear analytical framework which is used to contrast different views on growth constraints. Then, it explores the effects of removing some of the simplifications of the initial model and points to some immediate extensions of the results. Finally, an application of the analytical framework developed in the paper is presented, using some stylized parameters for the Brazilian economy. Implications for the evaluation of the benefits of foreign debt reduction are drawn and some conclusions presented.

Bibliografia

- BACHA, E. *A three-gap model of foreign transfers and the GDP growth rate in developing countries*. Rio de Janeiro, PUC/Departamento de Economia, abr. 1990 (Texto para Discussão, 228).
- BACHA, E., e WERNECK, R. L. F. *Leading issues in public sector reform in Brazil*. Rio de Janeiro, PUC, 1988, mimeo.
- CARNEIRO, D. D. *Stabilization and adjustment policies and programmes*. Helsinki, Wider/UNU, 1987 (Country Study, 11, Brazil).
- CHEENERY, H., e BRUNO, M. *Development alternatives in an open economy: the case of Israel*. *Economic Journal*, mar. 1962.
- HUGHES, A., e SINGH, *The world economic slowdown and the Asian and Latin American economies: a comparative analysis of economic structure, policy and performance*. Helsinki, abr. 1988 (Wider Working Paper, 42).
- TAYLOR, I. *Variety of stabilization experiences*. Oxford, Oxford University Press, 1988.

¹⁰ Sobre este ponto, ver Carneiro (1987).

WERNECK, R. L. F. *Public sector adjustment to external shocks and domestic pressures in Brazil, 1970-85*. Rio de Janeiro, PUC/Departamento de Economia, jun. 1988 (Texto para Discussão, 163).

WILLIAMSON, J. On judging the success of IMF policy advice. In: WILLIAMSON, J., ed. *IMF conditionality*. Washington, Institute for International Economics, 1983.

(Originais recebidos em junho de 1989. Revisos em maio de 1990.)