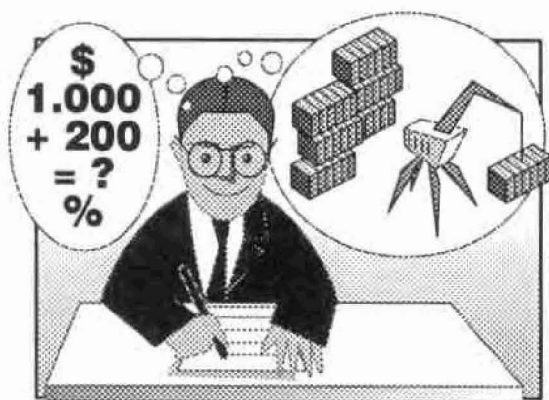




A Condição de Estabilidade da Relação Passivo Externo Líquido Ampliado/PIB: Cálculo do Requisito de Aumento das Exportações no Brasil*

FABIO GIAMBIAGI**

RESUMO Este artigo analisa as perspectivas da relação passivo externo/PIB do Brasil ao longo dos próximos anos, onde "passivo externo" é definido como a soma da dívida externa líquida e do estoque de capital estrangeiro líquido investido no país. Mostram-se as condições de estabilidade daquela relação em diferentes contextos de liquidez internacional e qual deve ser a trajetória das exportações em cada caso. Conclui-se que, nos próximos anos, as exportações terão de crescer em torno de 10% a.a., de modo a não gerar uma evolução perigosa dos indicadores de capacidade de solvência externa do país.

ABSTRACT This paper analyzes the prospects of the external liability/GDP ratio in Brazil in the next years, where "external liability" is defined as the net external debt plus the stock of net foreign direct investment. The stability conditions of that ratio within different contexts of international liquidity are shown. It is also discussed what should be the trajectory of the exports in each one of the different scenarios. The conclusion is that exports will have to grow around 10% per year in the next years to prevent the Brazilian indicators of capacity of external solvency from having a dangerous performance.

* O autor agradece os comentários de Maurício Mesquita Moreira, isentando-o, naturalmente, de qualquer responsabilidade pelo conteúdo da versão final do trabalho.

** Economista do Departamento Econômico do BNDES.

1. Introdução

A mudança da situação externa do Brasil, na forma de um aumento do déficit em conta corrente (DCC) – de um valor próximo do equilíbrio em 1994 para US\$ 18 bilhões em 1995, US\$ 24 bilhões em 1996 e na faixa de US\$ 34 bilhões a US\$ 35 bilhões no ano em curso –, tem gerado certa preocupação acerca da trajetória futura dessa variável. Como seria de esperar, o governo tem reagido às críticas a essa situação argumentando que tal déficit é financiável e que diversos países têm déficits maiores, em termos relativos. O objetivo do presente artigo é abordar essa questão, procurando responder a duas indagações: *a)* qual é o déficit sustentável em conta corrente, compatível com a estabilidade dos indicadores de solvência externa do país?; e *b)* qual é o ajuste a ser requerido no futuro, em termos de aumento da relação exportações/PIB – admitindo que a relação importações/PIB conserve-se nos níveis previstos em 1997 –, para estabilizar a relação entre o passivo externo do país e o PIB? Esta indagação leva em consideração que, com o passar do tempo e o aumento do passivo externo do país, a expectativa natural é que o pagamento de juros e a remessa de lucros e dividendos venham a crescer, exigindo uma melhora do saldo das demais contas do balanço de pagamentos (BP).

Tal tipo de preocupação, que está associado à literatura sobre a restrição externa ao crescimento, no passado foi objeto de diversos estudos que procuraram calcular a trajetória do endividamento externo do país que resultaria de diferentes trajetórias de crescimento [Reis, Bonelli e Polônia (1988a e 1988b) e Fritsch e Modiano (1988)]. Ao finalizar a década de 80, após seguidos anos de “megassuperávits” comerciais, esse tipo de estudo caiu em desuso. Recentemente, contudo, com o reaparecimento dos vultosos déficits comerciais posteriores a 1994 e diante do *constraint* que a nova situação implica para a capacidade de crescimento da economia brasileira, algumas questões tradicionais, ligadas à análise da vulnerabilidade externa do país na presença de um crescimento mais intenso, ressurgiram na literatura, entre elas a análise das perspectivas para a evolução da dívida externa [Ponta (1996)]. Paralelamente a esse debate macroeconômico, começa a ser discutida a melhor forma de estimular as exportações através de instrumentos não-cambiais, o que exige uma melhoria da infra-estrutura [Lima, Nassif e Carvalho Jr. (1997)].

Um ponto fundamental, nesse sentido, é saber com que intensidade o país terá de expandir suas exportações nos próximos anos. Uma situação em que estas tenham de crescer, por exemplo, 5% a 6% a.a., mantendo, *grosso modo*,

sua participação no PIB – supondo que este cresça 4% a 5% a.a. e que a inflação mundial seja em torno de 1% a.a. –, exigiria uma certa agenda de iniciativas governamentais. Por outro lado, se o crescimento nominal das exportações em dólares tiver de ser de 10% a 12% a.a., é evidente que as políticas governamentais para conseguir tal objetivo deverão ser muito mais agressivas. O objetivo deste trabalho é oferecer subsídios para essa avaliação.

A relevância dessa avaliação para o BNDES é clara, pois o Banco vem destinando, nos últimos anos, parcelas crescentes dos seus desembolsos ao financiamento das exportações, a ponto, inclusive, de ter recentemente modificado parcialmente o seu organograma para atender à ampliação das atividades do Finamex. Portanto, parece-nos conveniente ter uma avaliação, com certo grau de precisão, acerca de qual deverá ser a meta de expansão das exportações do país, o que permitirá à Instituição preparar-se com antecedência para a maior demanda de recursos que seria requerida em um cenário em que as exportações tenham de crescer a taxas maiores que as de hoje, de modo a evitar um crescimento excessivo do passivo externo do país.

O trabalho está dividido em cinco seções. Após esta breve introdução, são comentados os fatos estilizados referentes ao aumento do passivo externo do Brasil. Na terceira seção, desenvolvem-se algumas fórmulas básicas para se determinar quais são as condições requeridas para estabilizar a relação passivo externo/PIB e, especificamente, qual a meta de taxa de crescimento das exportações que teria de ser perseguida pelas autoridades, em diferentes contextos de endividamento, nos próximos anos. A quarta seção apresenta uma série de resultados. Por último, sintetizam-se as principais conclusões.

2. O Aumento do Passivo Externo Brasileiro: Fatos Estilizados

O debate em torno do desequilíbrio externo do país exige que se defina qual deve ser o nível aceitável da relação DCC/PIB. Nesse sentido, é preciso associar a discussão em torno do assunto a uma justificativa quantitativa acerca das condições de estabilidade que devem ser respeitadas para que a relação passivo externo líquido ampliado/PIB não siga uma trajetória explosiva ao longo do tempo. Entende-se aqui por “passivo externo líquido ampliado” a soma de todos os ativos estrangeiros aplicados no país, deduzidos os ativos brasileiros oficialmente registrados no exterior. Tal variável é, portanto, a soma da dívida externa líquida e do estoque de capital estrangeiro – incluindo portfólio –, líquido do estoque de capital brasileiro no exterior. Em outras palavras, trata-se do resultado acumulado, em termos de estoque, dos sucessivos déficits registrados no passado na conta corrente

do BP e que foram financiados com fluxos de novo endividamento e de investimento direto estrangeiro. A trajetória dessa variável em relação ao PIB, nos últimos 15 anos, encontra-se na Tabela 1, onde o PIB foi medido em dólares, tendo como base de referência o ano de 1996 e calculado para os anos anteriores em função da inflação externa e do crescimento real do PIB do Brasil, de modo a expurgar os efeitos das variações da taxa de câmbio real e tornar a comparação entre um ano e outro mais apropriada.

Nota-se que a mencionada relação caiu de um máximo de 33% do PIB em 1983 – logo após a crise da dívida externa e quando o país ainda não se tinha ajustado plenamente diante da crise de 1982 – até um mínimo de 24% do PIB em 1995. Para essa queda contribuíram, decisivamente: os “megas-superávits” comerciais registrados entre 1984 e 1994; o acordo – incluindo

TABELA 1

Brasil: Passivo Externo Líquido Ampliado – 1981/97

(Em % do PIB)

ANO	DÍVIDA LÍQUIDA (A)	ESTOQUE DE CAPITAL ESTRANGEIRO ^a (B)	PASSIVO EXTERNO LÍQUIDO AMPLIADO (C) = (A) + (B)
1981	21,5	6,0	27,5
1982	24,7	6,1	30,8
1983	26,7	6,3	33,0
1984	24,5	5,9	30,4
1985	22,8	5,9	28,7
1986	23,0	5,8	28,8
1987	23,4	6,2	29,6
1988	20,7	6,0	26,7
1989	19,5	5,9	25,4
1990	20,9	6,4	27,3
1991	20,2	6,2	26,4
1992	19,5	6,3	25,8
1993	18,4	7,0	25,4
1994	16,4	7,8	24,2
1995	15,1	8,6	23,7
1996	15,5	10,3	25,8
1997 ^b	n.d.	n.d.	29,0

Fonte: Banco Central.

Obs.: PIB de 1996 calculado a partir dos valores em reais e da taxa de câmbio média de 1996. Nos anos anteriores, foram descontadas a variação real do PIB e a inflação dos Estados Unidos.

^aInclui portfólio e exclui o estoque de capital brasileiro investido no exterior.^bPrevisão.

n.d. = não-disponível.

o desconto de uma parte do passivo – da dívida externa de 1994; e o próprio crescimento do PIB, que diminuiu a importância relativa do numerador da fração e foi especialmente intenso no período 1993/95. Cabe destacar a importante mudança de composição do passivo total, em função do aumento recente dos fluxos de investimento estrangeiro, especialmente a partir de 1994.

A pergunta que cabe fazer é: qual deverá ser o nível máximo que a relação passivo externo/PIB poderia assumir no futuro, sem afetar excessivamente a vulnerabilidade do país a choques exógenos? O aumento do referido passivo é bem-vindo no sentido de ser a contrapartida de déficits que nada mais são do que poupança externa, o que permite financiar maiores níveis de investimento que aqueles que o país poderia fazer se dependesse apenas do seu próprio esforço. Em contrapartida, geram a necessidade de pagamento futuro de juros e de lucros e dividendos e tornam o Brasil mais sensível a mudanças no panorama internacional, já que um país com passivo de 40% do PIB seria, naturalmente, muito mais prejudicado do que um outro com passivo de apenas 10% do PIB, por exemplo, na presença de fenômenos como uma alta da taxa de juros externa e/ou uma retração da liquidez no mercado financeiro internacional.

No caso brasileiro, o passivo externo, após atingir 26% do PIB em 1996, deverá ser de 29% do PIB em 1997 e, mantidas as tendências atuais e devido aos déficits em conta corrente esperados para os próximos anos, dificilmente deixará de atingir 40% do PIB em algum momento até o final da atual década/início da próxima. Por outro lado, não é recomendável que o passivo continue a aumentar indefinidamente, devido aos riscos já mencionados. Em função disso, no restante do artigo trabalhar-se-á com três valores para o parâmetro do passivo externo como percentagem do PIB: 30% (similar ao atual), 40% (considerado uma espécie de piso realista para ser atingido daqui a alguns anos) e 50% do PIB (entendido como um teto que não seria conveniente ultrapassar).

3. A Condição de Estabilidade da Relação Passivo Externo Líquido Ampliado/PIB e a Trajetória do Passivo em Diferentes Contextos: Uma Formalização Simples

Nesta seção, desenvolvem-se as fórmulas para calcular: *a*) os requisitos para a estabilidade do coeficiente de endividamento externo, entendido como a relação (dívida externa líquida + estoque líquido de capital estrangeiro, incluindo portfólio)/PIB; *b*) a taxa de crescimento das exportações ao longo do tempo, na fase de transição entre as situações atual e futura (de equilíbrio

do passivo externo como proporção do PIB), admitindo que o coeficiente estabilize-se em um nível diferente em relação ao atual; e *c*) o coeficiente de endividamento externo em situações de desequilíbrio, dadas diferentes taxas de crescimento das exportações.

A Condição de Estabilidade da Relação Passivo Externo Líquido Ampliado/PIB

A seguir, procura-se identificar quais são as condições para que a relação entre o passivo externo líquido ampliado (*D*) e o PIB – isto é, a variável da última coluna da Tabela 1 – mantenha-se estável ao longo do tempo, de modo que $d = D/\text{PIB}$ seja uma constante. O déficit em conta corrente tem como contrapartida uma variação (“delta”) de *D*:

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

onde: *y* é a taxa de crescimento nominal do PIB (medido em dólares), a qual, para que a relação *D*/PIB seja constante, deve ser igual à taxa de crescimento de *D*; e o símbolo (-1) indica defasagem de um período. Consequentemente, dividindo a expressão acima pelo valor do PIB, dado por:

$$\text{PIB} = \text{PIB}_{(-1)} \cdot (1 + y) \quad (2)$$

chega-se ao valor da relação $a = \text{DCC}/\text{PIB}$, que permite estabilizar a trajetória de *d*:

$$a = \text{DCC}/\text{PIB} = d \cdot y/(1 + y) \quad (3)$$

Por sua vez, como o fluxo de despesa com o pagamento líquido de juros e lucros e dividendos (JLD) é função do custo do passivo externo (*i*), expresso em dólares, multiplicado pelo valor defasado do passivo, a relação desse fluxo com o PIB é:

$$c = \text{JLD}/\text{PIB} = i \cdot d/(1 + y) \quad (4)$$

onde *c* é um dos componentes de *a*. A combinação de (3) e (4) permite calcular o valor de DCC e a remessa de JLD, em ambos os casos como percentagem do PIB, para dados valores da relação passivo externo/PIB (*d*), do custo do passivo (*i*) e da taxa de crescimento em dólares do PIB (*y*). Consequentemente, é possível obter por resíduo o resultado dos demais itens da conta corrente, uma vez definidos os valores dos parâmetros *d*, *i* e *y*, este último correspondente a:

$$y = (1 + p) \cdot (1 + q) - 1 \quad (5)$$

onde p é a inflação externa e q a taxa de crescimento real do PIB.

Isto posto, pode-se calcular agora a taxa de crescimento média (% a.a.) das exportações entre a situação inicial e o momento em que o passivo externo se estabilizaria em um novo nível como proporção do PIB. Para isso, definem-se: como X e M , o valor, em dólares correntes, das exportações e importações, respectivamente, de bens e serviços que não JLD; e, como H o hiato de recursos adicionais ao pagamento de JLD que o país tem de obter no exterior para financiar seu desequilíbrio em conta corrente. Conseqüentemente:

$$h = m - x - u \quad (6)$$

onde $h = H/Y$, $m = M/Y$, $x = X/Y$ e $u = U/Y$, sendo U as transferências unilaterais líquidas recebidas do resto do mundo. Um valor positivo de h significa que, além de ter um déficit nas contas de JLD, o país é deficitário também na soma dos demais serviços com o resultado das transferências unilaterais. Inversamente, um valor negativo de h significa que o país compensa, pelo menos parcialmente, o dispêndio associado ao pagamento do seu passivo com um superávit nas outras contas da conta corrente do BP. Conseqüentemente, h nada mais é do que a diferença entre (3) e (4):

$$h = a - c \quad (7)$$

Admitindo que m e u sejam constantes, o valor de x no ano T , em que a relação D/PIB estabiliza-se, invertendo (6), é dado por:

$$x_T = m - h_T - u \quad (8)$$

O valor das exportações X de bens e serviços exceto juros e lucros e dividendos em T , com base no seu valor inicial no ano 0 e na sua taxa de crescimento α , expressa em dólares correntes, é, por definição:

$$X_T = X_0 \cdot (1 + \alpha)^T \quad (9)$$

e, também por definição:

$$X_T = x_T \cdot Y_T \quad (10)$$

onde, dado (5), Y_T é:

$$Y_T = Y_0 \cdot [(1 + p) \cdot (1 + q)]^T \quad (11)$$

Substituindo (8) em (10), igualando (9) e (10) e dividindo por (11), tem-se que:

$$(1 + \alpha)^T = [(m - h_T - u)/x_0] \cdot [(1 + p) \cdot (1 + q)]^T \quad (12)$$

Utilizando logaritmos, após alguns algebrismos e dado (5), conclui-se que o valor de α é dado por:

$$\alpha = e^{\frac{[\ln(m - h_T - u)]/T - (\ln x_0)/T + [\ln(1 + y)]}{-1}} - 1 \quad (13)$$

Observe-se então que, dados i , d , p e q , determinam-se (3) e (4) e, conseqüentemente, h_T , por (7), enquanto que, dados m , u e T e conhecido o valor da relação $x_0 = X_0/Y_0$, obtém-se α em (13). Pode-se, portanto, definir uma matriz de resultados para a taxa de crescimento das exportações entre os anos 0 e T , dados os demais parâmetros, para diferentes valores da relação passivo externo/PIB (d) e da taxa de crescimento real do PIB (q).

A Trajetória do Passivo Externo e das Exportações na Fase de Transição

Na subseção anterior desenvolveu-se a fórmula para calcular a taxa média de crescimento das exportações de modo a atingir um certo nível de equilíbrio da relação passivo externo/PIB. Essa taxa média, contudo, é compatível com n trajetórias da curva da variável, das quais apenas uma é consistente com as demais variáveis que geram o resultado de DCC. A seguir, procura-se identificar qual a evolução das exportações compatível com a evolução dos juros, dos lucros e dividendos e das importações. Por uma questão de espaço, contudo, os resultados dos cálculos não serão apresentados posteriormente, sendo desenvolvida a formulação apenas com o intuito de esclarecer o leitor interessado no assunto. A trajetória das exportações entre a situação inicial e a nova situação de equilíbrio – caracterizada pela estabilidade de d – dependerá da evolução que apresentar o coeficiente d – que relaciona o passivo externo com o PIB – na fase de transição até estabilizar-se. Dado o desequilíbrio atual da conta corrente, é razoável supor que d crescerá bastante inicialmente, aproximando-se aos poucos do novo nível de equilíbrio. Por hipótese, admitiremos que a mudança (o “delta”) desse coeficiente entre um ano e o anterior é:

$$\Delta d_t = (d_T - d_0) \cdot [(T + 1 - t)/(1 + 2 + \dots + T)]; 1 \leq t \leq T \quad (14)$$

Essa hipótese significa que o aumento de d será proporcionalmente maior no início da fase de transição entre os anos 0 e T do que no final, de modo que a trajetória de T no tempo terá uma segunda derivada negativa.¹ O valor de d em cada ano t , na fase durante a qual ele não se manteria constante, seria definido por:

$$d_t = d_{(t-1)} + \Delta d_t \quad (15)$$

e, conseqüentemente, o passivo externo líquido ampliado seria:

$$D_t = d_t \cdot Y_t \quad (16)$$

onde:

$$Y_t = Y_{(t-1)} \cdot (1 + y) \quad (17)$$

sendo y definido por (5). Ao mesmo tempo, por definição, D_t é:

$$D_t = D_{(t-1)} + DCC_t \quad (18)$$

A definição de DCC , por sua vez, é:

$$DCC_t = M_t - X_t + JLD_t - U_t \quad (19)$$

onde: M e X são, como na seção anterior, as importações e exportações, respectivamente, de bens e serviços que não juros e lucros e dividendos; JLD é o valor líquido do pagamento de juros e lucros e dividendos; e U representa as transferências unilaterais líquidas recebidas do exterior, sendo:²

$$M_t = m \cdot Y_t \quad (20)$$

$$JLD_t = i \cdot D_{(t-1)} \quad (21)$$

$$U_t = u \cdot Y_t \quad (22)$$

e i tem o mesmo significado que em (4). Isto posto, substituindo as equações (20), (21) e (22) em (19), (19) em (18) e igualando (16) e (18), dado (15), após alguns algebrismos chega-se ao valor endógeno das exportações, que

1 Note-se que o somatório dos termos $[(T + 1 - t)/(1 + 2 + \dots + T)]$, com $1 \leq t \leq T$, é igual à unidade.

2 A ausência de subíndices em alguns casos mostra apenas que se trata de parâmetros constantes.

funcionam como “variável de ajuste” para acomodar o resultado de DCC à trajetória exogenamente definida de D :

$$X_t = D_{(t-1)} \cdot (1 + i) + Y_t \cdot (m - d_t - u) \quad (23)$$

A Trajetória do Passivo Externo em um Contexto de Desequilíbrio

Cabe, finalmente, entender a dinâmica da evolução do coeficiente d em um contexto de desequilíbrio em que tal indicador aumentasse de forma sistemática, sem perspectivas de se estabilizar. Uma possibilidade de se verificar esse processo é exogeneizar o valor da taxa α de crescimento das exportações, endogeneizando o valor de d . Isto posto, com base nas definições de D e DCC em (18) e (19), respectivamente, e neste caso definindo X como:

$$X_t = X_{(t-1)} \cdot (1 + \alpha) \quad (24)$$

tem-se o valor do passivo do país a cada ano substituindo (20), (21), (22) e (24) em (19) e (19) em (18).

4. Resultados Obtidos

Calculam-se aqui os resultados de algumas das fórmulas apresentadas na Seção 3. Para isso, adotou-se 1997 como ano-base (ano 0), admitindo que neste ano o PIB seja de US\$ 780 bilhões, com um valor das exportações e importações de bens e serviços que não juros e lucros e dividendos de US\$ 60 bilhões e US\$ 82 bilhões, correspondentes a 7,69% e 10,51% do PIB, respectivamente, e considerando também um fluxo de transferências unilaterais líquidas de 0,30% do PIB, valores que correspondem a parâmetros x_0 , m e u de 0,0769, 0,1051 e 0,0030, respectivamente. Adicionalmente, admitiu-se um valor do custo do passivo externo (i) de 0,07, similar à relação pagamento líquido de juros e lucros e dividendos em 1996/passivo externo líquido no final de 1995, que foi de $(9,8 + 2,8)/168,4$ bilhões = 7%.³ Por último, supôs-se uma inflação internacional (p) de 1% a.a.,⁴ que, combinada com a hipótese de crescimento real do PIB, gera o valor de y em (5).

3 Essa relação, a rigor, foi de 7,48%, isto é, mais próximo de 7,5% que de 7%. Entretanto, como historicamente a relação remessa de lucros e dividendos/estoque de capital estrangeiro líquido investido no país tem-se revelado menor do que isso e a importância desse denominador no total do passivo externo do país deverá aumentar no futuro, optamos por adotar um parâmetro i em (4) de 0,07 (7%).

4 Esta taxa situa-se próximo à variação anual recente dos preços ao produtor nos Estados Unidos.

A Condição de Estabilidade da Relação Passivo Externo Líquido Ampliado/PIB

Calculam-se aqui os resultados referentes à subseção de mesmo título apresentada anteriormente (ver p. 106): do déficit em conta corrente, como proporção do PIB (a), correspondente à equação (3); do resultado, como proporção do PIB, das demais contas da conta corrente do BP que não o déficit de juros e lucros e dividendos, resultado que é dado por h em (7); e da taxa média α de crescimento anual das exportações em dólares entre o ano inicial 0 e o ano T em que a relação passivo externo líquido ampliado/PIB se estabilizaria em um novo patamar, taxa que é definida por (13). Em função do que foi comentado no final da Seção 2, consideraram-se três diferentes situações, com um passivo externo líquido ampliado, no final do ano T , de 30%, 40% e 50% do PIB, respectivamente. Por último, trabalhou-se com taxas de crescimento real do PIB no intervalo de 3% a 6% a.a..

A Tabela 2 mostra os resultados do déficit em conta corrente como proporção do PIB (a) e do valor do pagamento líquido de juros e lucros e dividendos, também como proporção do PIB (c), dados pelas equações (3) e (4), respectivamente. Note-se que, para um crescimento real do PIB como o que se pretende ter a médio prazo (de 4% a 5% a.a.) e um passivo externo de 50% do PIB, o déficit em conta corrente teria de ficar entre 2,4% e 2,9% do PIB e a remessa líquida de juros e lucros e dividendos poderia chegar a 3,3% do PIB.

A Tabela 3 mostra o valor, sempre como proporção do PIB, para diferentes níveis de passivo externo, da variável representada pela soma da balança comercial, transferências unilaterais e demais serviços – excluindo juros e lucros e dividendos –, que corresponde à diferença entre as colunas à

TABELA 2

Déficit em Conta Corrente e Pagamento de Juros, Lucros e Dividendos como Função do Crescimento do PIB

(Em % do PIB)

TAXA DE CRESCIMENTO REAL DO PIB (% a.a.)	DÉFICIT EM CONTA CORRENTE (% do PIB)			JUROS + LUCROS E DIVIDENDOS (% do PIB)		
	$d = 0,3$	$d = 0,4$	$d = 0,5$	$d = 0,3$	$d = 0,4$	$d = 0,5$
3,0	1,16	1,55	1,94	2,02	2,69	3,36
4,0	1,44	1,92	2,40	2,00	2,67	3,33
5,0	1,71	2,28	2,85	1,98	2,64	3,30
6,0	1,98	2,64	3,30	1,96	2,62	3,27

TABELA 3

Resultado da Balança Comercial, Transferências Unilaterais e Serviços, exclusive Juros e Lucros e Dividendos, como Função do Crescimento do PIB

TAXA DE CRESCIMENTO REAL DO PIB (% a.a.)	% DO PIB		
	$d = 0,3$	$d = 0,4$	$d = 0,5$
3,0	0,86	1,14	1,42
4,0	0,56	0,75	0,93
5,0	0,27	0,36	0,45
6,0	- 0,02	- 0,02	- 0,03

(-) = déficit.

esquerda e à direita da Tabela 2.⁵ Para igual intervalo de 4% a 5% de crescimento real da economia, com $d = 0,5$, o valor do superávit dessa variável teria de ficar entre 0,5% e 0,9% do PIB. Note-se que a Tabela 3 corresponde ao resultado de h em (7), porém com o sinal trocado: um valor negativo de h indica, como já explicado, um superávit da variável retratada na tabela, o qual se expressa agora com sinal positivo.

Isto posto, dado o valor de h na nova situação de equilíbrio ao se estabilizar o valor de d , isto é, conhecido o valor de h_T pela Tabela 3 – trocando-se o sinal nas células da matriz de resultados da tabela, naturalmente –, é possível calcular a taxa média anual de crescimento das exportações (α) em (13), admitindo diferentes prazos até a estabilização do coeficiente d . Note-se que, por (13), o valor de α é uma relação inversa de T ,⁶ isto é, quanto maior (menor) for o prazo até a estabilização de d em um certo valor, menor (maior) será a intensidade com que as exportações terão de aumentar para atender ao maior fluxo de pagamentos associado ao custo do passivo externo. Já no que se refere à taxa de crescimento real do PIB (q) e à relação passivo externo líquido ampliado/PIB (d), seus efeitos sobre o resultado de α são ambíguos. No caso de q , porque uma taxa de crescimento maior do PIB gera maior demanda por importações e, portanto, maior necessidade de exportar, mas, por outro lado, permite um maior endividamento em termos absolutos – já que, dado d , D pode ser maior se o PIB também for maior –, o que pode permitir financiar esse aumento das importações através de um DCC maior e não por meio de mais exportações. Já no caso de d , a explicação reside nos efeitos ambíguos de um maior valor que este possa ter sobre o resultado da

5 Quando o pagamento de juros e lucros e dividendos é maior que o valor de DCC, o país tem de gerar um superávit nas demais contas.

6 Supondo, em (8), $(m - h_T - u) = x_T > x_0$.

Tabela 3 – o que está associado ao valor de h_T na equação (13) –, já que, dependendo de q , um maior valor de d pode representar impactos de sinais opostos no valor da variável da referida tabela.

Essa ambigüidade expressa-se nas Tabelas 4 e 5, que mostram o valor de α para $T = 5$ anos e $T = 10$ anos, para diferentes valores de q e d . Dependendo do caso, o resultado das exportações tem de ser maior ou menor, para as mesmas mudanças de q e d . Na Tabela 4, por exemplo, com um passivo estável de 30% do PIB a partir de $T = 5$, maiores taxas de crescimento do PIB demandam um crescimento mais intenso das exportações, mas isso não se repete necessariamente quando o passivo aumenta até 50% do PIB. Da mesma forma, tanto na Tabela 4 como na Tabela 5, α cresce com aumentos de d para taxas de expansão real do PIB de 3% e 5% a.a., mas cai quando o crescimento do PIB é de 6% a.a.

De modo geral, contudo, o que as Tabelas 4 e 5 mostram é que, em todos os casos, as exportações terão de crescer em torno de, *grosso modo*, 10% a.a., podendo inclusive ter de crescer a taxas da ordem de 12% a 13% a.a., para

TABELA 4

Taxa de Crescimento em Dólares Correntes das Exportações entre 1997 (inclusive) e 1997 + T

(Em % a.a.; $T = 5$)

TAXA DE CRESCIMENTO REAL DO PIB (% a.a.)	TAXA DE CRESCIMENTO DAS EXPORTAÇÕES (% a.a.)		
	$d = 0,3$	$d = 0,4$	$d = 0,5$
3,0	11,9	12,5	13,0
4,0	12,4	12,7	13,1
5,0	12,8	13,0	13,2
6,0	13,3	13,3	13,2

TABELA 5

Taxa de Crescimento em Dólares Correntes das Exportações entre 1997 (inclusive) e 1997 + T

(Em % a.a.; $T = 10$)

TAXA DE CRESCIMENTO REAL DO PIB (% a.a.)	TAXA DE CRESCIMENTO DAS EXPORTAÇÕES (% a.a.)		
	$d = 0,3$	$d = 0,4$	$d = 0,5$
3,0	7,9	8,2	8,4
4,0	8,6	8,8	9,0
5,0	9,4	9,5	9,6
6,0	10,1	10,1	10,1

não gerar uma trajetória perigosa dos indicadores de solvência externa do país que se estenda ao longo da próxima década.

A Trajetória do Passivo Externo em um Contexto de Desequilíbrio

Calculam-se aqui os resultados referentes à subseção de mesmo título apresentada anteriormente (ver p. 110), associados à dinâmica do passivo externo em um contexto em que as exportações sejam dadas por (24), em função de uma taxa de crescimento exógena. Em consequência, mantidas as definições das importações, dos custos do passivo e das transferências unilaterais por (20), (21) e (22), respectivamente, o resultado de DCC em (19) dependerá da taxa de crescimento exógena das exportações, endogeneizando o valor do passivo externo em (18), a partir do resultado de DCC.

Dada a seqüência causal de resultados, os valores de d ao longo do tempo, para um crescimento das exportações de bens e serviços que não juros e lucros e dividendos, em dólares correntes, de 6%, 8% e 10% a.a., são mostrados na Tabela 6, supondo um valor para d de 29% do PIB no ano 0 (1997) e um crescimento do PIB real de 4,5% a.a.

Note-se que, com um crescimento relativamente fraco das exportações (de 6% a.a.), em 10 anos a importância relativa do passivo externo dobraria em relação ao valor previsto para 1997 (Tabela 1). Só com um crescimento das

TABELA 6

Passivo Externo Líquido Ampliado como Função do Crescimento das Exportações

(Em % do PIB)

ANO	TAXA DE CRESCIMENTO DAS EXPORTAÇÕES EM DÓLARES CORRENTES		
	6,0	8,0	10,0
1	31,9	31,7	31,6
2	34,8	34,3	33,9
3	37,7	36,8	35,9
4	40,6	39,1	37,5
5	43,5	41,2	38,8
6	46,4	43,1	39,7
7	49,3	44,9	40,1
8	52,3	46,5	40,2
9	55,2	47,9	39,8
10	58,2	49,1	38,9

exportações de 10% a.a. o passivo externo não subiria muito além de 40% do PIB e poderia começar a cair ligeiramente, como proporção do PIB, no final do período de projeção. Isso é consistente com o que foi dito na subseção anterior ao se comentar os resultados das Tabelas 4 e 5 e sugerir a necessidade de que as exportações cresçam a taxas de aproximadamente 10% a.a.

5. Conclusões

Em 1997, para um PIB de aproximadamente US\$ 780 bilhões, um déficit em conta corrente de US\$ 35 bilhões (4,5% do PIB) e uma despesa líquida de juros e lucros e dividendos de US\$ 15 bilhões (1,9% do PIB), deveremos ter um valor para d de 29% do PIB e um déficit dos demais itens da conta corrente, exceto juros e lucros e dividendos, da ordem de US\$ 20 bilhões (2,6% do PIB). Confrontando estes números com os calculados na Tabela 3, para o intervalo da taxa de crescimento real do PIB (q) de $4\% < q < 5\%$, conclui-se que, mesmo que a curto prazo as exportações possam não aumentar muito e que, a médio prazo, o passivo externo possa aumentar até atingir 50% do PIB, no momento em que isso ocorrer será necessário que o resultado dos demais itens da conta corrente que não juros e lucros e dividendos seja superavitário, em valores arredondados, na faixa de 0,5% a 1% do PIB,⁷ o que envolverá um forte ajuste real em relação ao déficit de US\$ 20 bilhões esperado para este ano. É claro que, enquanto o passivo externo aumenta, essa conta poderá ser deficitária e DCC, por definição, será maior que o teto da ordem de 3% do PIB calculado na Tabela 2, no intervalo de crescimento do PIB acima mencionado. Em algum momento futuro, entretanto, o país terá de se ajustar a essa restrição, a não ser que o passivo ultrapasse 50% do PIB, o que não seria recomendável, pela vulnerabilidade externa que isso implicaria.

Em outras palavras, o país tem pela frente a necessidade de fazer um ajuste real, via aumento das exportações, de 3% a 3,5% do PIB.⁸ Para isso, conforme pôde ser visto na Tabela 6, não bastará que as exportações cresçam 6% a.a. nem mesmo 8%, mas sim, em média, em torno de 10% a.a., de modo a não gerar uma trajetória sistematicamente ascendente do passivo externo como proporção do PIB. A Tabela 7, embora se refira apenas às exportações de bens – e não às de bens e serviços que não juros e lucros e dividendos,

7 Ver coluna à direita na Tabela 3.

8 Isto resulta de comparar o déficit da conta corrente, exclusive a despesa líquida de juros e dividendos, de 1997 – de 2,6% do PIB, ou, em termos arredondados, de 2,5% do PIB – com o superávit dessa mesma variável requerido como condição de estabilidade da relação passivo externo/PIB e que, como já foi citado, teria de ser de 0,5% a 1% do PIB.

TABELA 7

Taxa Média de Crescimento das Exportações de Bens em Dólares Correntes – 1931/96

(Em % a.a.)

PERÍODO	TAXA MÉDIA DE CRESCIMENTO
1931/40	- 2,3
1941/50	18,3
1951/60	- 0,7
1961/70	8,0
1971/80	22,1
1981/90	4,5
1991/96	7,2
1931/96	7,9
1941/96	9,8

Fontes: IBGE e Banco Central.

como no trabalho –, dá uma idéia da dimensão que esse desafio implica e destaca os seguintes fatos marcantes:

a) a taxa média de crescimento das exportações em dólares correntes nas últimas sete décadas foi inferior a 8% a.a.;

b) quando se extrai do cômputo a década de 30 – na qual o comércio externo brasileiro foi afetado pela crise mundial da época –, a taxa média sobe para algo menos de 10% a.a., mas muito influenciada pela inflação mundial das décadas de 70 e 80 e pelo *boom* exportador do Brasil dos anos 70, no contexto da vigência de uma série de instrumentos – Bepex, créditos fiscais etc. – hoje não disponíveis, seja pelas dificuldades financeiras do setor público ou pelas limitações impostas através das regras da Organização Mundial de Comércio (OMC); e

c) nas décadas de 80 e 90, mesmo com o ajustamento e o salto das exportações a partir de meados dos anos 80, em consequência da crise da dívida, a taxa de crescimento médio das exportações em 1981/96 foi de apenas 5,5% a.a., muito aquém da que seria requerida nos próximos anos.

Finalmente, deve ser lembrado que os exercícios feitos no trabalho pressupõem a continuidade da atual situação de abundante liquidez do mercado financeiro internacional. Em relação a isto, há dois comentários a fazer: primeiro, de que é uma hipótese, em princípio, bastante provável de se verificar nos próximos anos, mas que não chega a ser uma certeza; e,

segundo, que, mesmo que nos próximos quatro ou cinco anos não ocorra qualquer perturbação no cenário internacional, não é recomendável imaginar que a bonança externa irá perdurar indefinidamente, o que significa que, no prazo de uma ou duas décadas, o país teria de se preparar para a hipótese de que ocorra uma restrição de financiamento externo semelhante aos ciclos passados de expansão e retração da liquidez observados no cenário mundial. Nesse caso, em algum momento futuro o passivo externo do país não apenas teria de deixar de crescer como proporção do PIB, como teria inclusive de cair, o que significa que, a muito longo prazo, o aumento da relação exportações/PIB pode ter de ser maior do que o apontado no trabalho.

Referências Bibliográficas

- FRITSCH, Winston, MODIANO, Eduardo. A restrição externa ao crescimento econômico brasileiro. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, Rio de Janeiro, v. 18, n. 2, p. 271-296, ago. 1988.
- LIMA, Eriksom Teixeira, NASSIF, André Luiz, CARVALHO JR., Mário Cordeiro de. Infra-estrutura, diversificação das exportações e redução do "Custo-Brasil": limites e possibilidades. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 4, n. 7, p. 83-122, jun. 1997.
- PONTA, Adriana Ferreira. A sustentabilidade do endividamento externo no Brasil: uma análise de co-integração. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, Rio de Janeiro, v. 26, n. 3, p. 399-416, dez. 1996.
- REIS, Eustáquio, BONELLI, Regis, POLÔNIA, Sandra. *Estimação e resultados do MOPSE – Modelo para Projeções do Setor Externo*. Rio de Janeiro: Ipea, mar. 1988a (Texto para Discussão Interna, 134).
- _____. Dívidas e déficits: projeções para o médio prazo. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, Rio de Janeiro, v. 18, n. 2, p. 239-270, ago. 1988b.