

■ NACIONAL

PERSPECTIVA ECONÔMICA

O déficit sustentável em conta corrente

O aumento do déficit em conta corrente (DCC) do País, de um valor praticamente irrisório em 1994, para US\$ 18 bilhões em 1995, US\$ 24 bilhões em 1996 e um provável valor na faixa de US\$ 33/35 bilhões no ano em curso, tem gerado uma compreensível preocupação na maioria dos analistas 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 que os do Brasil, em termos relativos. Este artigo aborda essa questão, procurando responder à indagação de qual seria o déficit "sustentável" em conta corrente, uma vez esgotada a "safrinha" de privatização que tende a facilitar o financiamento do mesmo nos próximos dois ou três anos.



"Em termos relativos, diversos países têm déficits maiores do que os do Brasil"

Na nossa opinião, o debate em torno do assunto carece de uma explicação mais convincente acerca de qual deve ser o nível aceitável da relação DCC/PIB.

Nesse sentido, é preciso associar a discussão em torno do assunto a uma justificação quantitativa em torno 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 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 o portfólio —, líquido do es-

toque 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 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 US\$, 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 adequada.

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 tinha se ajustado plenamente diante da crise de 1982 —, até um mínimo de 24% do PIB em 1995. Para essa queda contribuíram decisivamente

os "megasuperávits" comerciais registrados entre 1984 e 1994; o acordo — incluindo 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 1993/1995. 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. Isto posto, é útil identificar quais são as condições para que a relação entre o passivo externo líquido ampliado (D) e o PIB se mantenha estável,

Déficit em conta corrente, pagamento de juros, lucros e dividendos como função do crescimento do PIB - % PIB

Tabela 2

| Taxa de crescimento real PIB (% a.a) | Déficit conta corrente (% PIB) | | | Juros + lucros e dividendos (% PIB) | | |
|--------------------------------------|--------------------------------|-------|-------|-------------------------------------|-------|-------|
| | d=0,3 | d=0,4 | d=0,5 | d=0,3 | d=0,4 | d=0,5 |
| 3,0 | 1,6 | 2,1 | 2,6 | 2,0 | 2,7 | 3,3 |
| 4,0 | 1,9 | 2,5 | 3,1 | 2,0 | 2,6 | 3,3 |
| 5,0 | 2,1 | 2,8 | 3,5 | 2,0 | 2,6 | 3,3 |
| 6,0 | 2,4 | 3,2 | 4,0 | 1,9 | 2,6 | 3,2 |

Resultado da balança comercial, transferências unilaterais e serviços, exclusive juros e lucros e dividendos, como função do crescimento do PIB

Tabela 3

| Taxa de crescimento real PIB (% a.a) | % PIB | | |
|--------------------------------------|-------|-------|-------|
| | d=0,3 | d=0,4 | d=0,5 |
| 3,0 | 0,4 | 0,6 | 0,7 |
| 4,0 | 0,1 | 0,1 | 0,2 |
| 5,0 | -0,1 | -0,2 | -0,2 |
| 6,0 | -0,5 | -0,6 | -0,8 |

(-) = Déficit

Brasil - Passivo externo líquido ampliado (% PIB)

| Ano | Dívida líquida | Estoque capital estrangeiro/a | Passivo líquido total |
|------|----------------|-------------------------------|-----------------------|
| 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 |

Fonte: Banco Central
(a) - Inclui portfólio. Exclui o estoque de capital investido no exterior.
Obs.: PIB de 1996 calculado a partir dos valores em R\$ e da taxa de câmbio média de 1996. Nos anos anteriores, descontou-se a variação real do PIB e a inflação dos EUA.

ou seja, que a relação $d=D/\text{PIB}$ seja uma constante. O déficit em conta corrente tem como contrapartida uma variação ("delta") de D , de modo que $\text{DCC} = \text{DD} = y.D(-1)$ onde y é a taxa de crescimento nominal do PIB (medido em US\$), que 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. Conseqüentemente, dividindo a expressão acima pelo valor do PIB, chega-se ao valor da relação $x=\text{DCC}/\text{PIB}$

"Depois de 1994, o passivo mudou com o aumento dos fluxos de investimentos"

que permite estabilizar a trajetória de d , conforme $x=\text{DCC}/\text{PIB} = d.y/(1+y)$.

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 US\$, multiplicado pelo valor defasado do passivo, a relação desse fluxo com o PIB é $c = \text{JLD}/\text{PIB} = i.d/(1+y)$

onde c é um dos componentes de x . A segunda e a terceira expressão permitem calcular o valor do DCC e a remessa

de juros, lucros e dividendos, em ambos casos como % do PIB, para dados valores da relação passivo externo/PIB, da taxa de crescimento em US\$ do PIB e do custo do passivo. Assumindo uma inflação externa de 2,5% a.a. — que combinada com o crescimento real do PIB, define o valor de y — e um custo do passivo de 7% a.a., a Tabela 2 mostra os diferentes valores de x e c , para três diferentes situações, com um passivo externo líquido ampliado de 30, 40 e 50% do PIB, respectivamente.

Para um crescimento real do PIB como o que se aspira ter a médio prazo, de 4 a 5% a.a. e um passivo externo de 50% do PIB, o déficit em conta corrente teria que ficar entre 3,1 e 3,5% 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, 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 esquerda e à direita da Tabela 2 (quando o pagamento de juros e lucros e dividendos é maior que o valor do DCC, o País tem que gerar um superávit nas demais contas). Para igual intervalo de 4 a 5% de crescimento real da economia, o valor da variável teria que ficar entre um déficit de 0,2% e um superávit de 0,2% do PIB.

"Em algum momento o País terá de tomar uma decisão de ajuste das suas contas externas"

É útil, neste ponto, lembrar que, em 1997, para um PIB de aproximadamente US\$ 790 bilhões, um déficit em conta corrente de US\$ 34 bilhões (4,3% do PIB) e uma despesa líquida de juros e lucros e dividendos de US\$ 14 bilhões (1,8% do PIB), deveremos ter um valor de d de quase 29% do PIB e um déficit dos demais itens da conta corrente — exceto juros e lucros e dividendos — de US\$ 20 bilhões (2,5% do PIB). Em outras palavras, mesmo que 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 lucros e dividendos seja próximo do equilíbrio, envolvendo 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 o DCC será, por definição, maior que o teto de 3,5% do PIB anteriores calculado, mas em algum momento o País terá que 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. Um ajuste real — via aumento das exportações e/ou diminuição da dependência em relação às importações — da ordem de 2 a 2,5% do PIB é, portanto, a dimensão do desafio que o País tem pela frente nos próximos anos.

(*) Economista da Gerência de Macroeconomia do BNDES