

A estratégia de ajustamento do setor externo

Carlos Geraldo Langoni

Já está suficientemente claro, hoje, que o setor externo voltou a transformar-se em fator limitativo crítico à capacidade de crescimento da economia brasileira. Ao contrário, porém, do passado, quando o estrangulamento externo derivava de distorções na aplicação dos instrumentos de política econômica — como é o exemplo clássico da sobrevalorização do câmbio — a situação atual reflete de maneira inofensiva o peso de componentes externos, com características estruturais, cujo impacto somente poderá ser absorvido pela economia a médio e longo prazos.

Até bem pouco tempo a receita ideal para evitar restrições no ritmo de crescimento associadas ao comportamento do setor externo era a adoção de uma política cambial que refletisse adequadamente o diferencial entre a inflação doméstica e a inflação mundial e, simultaneamente, a mudança na ênfase de um desenvolvimento excessivamente centrado em "substituição de importações" (ou "industrialização a qualquer custo") para um processo baseado na "promoção de exportações". O Brasil foi um dos países que com maior eficiência aplicou, em linhas gerais, desde 1968, esse mix de política econômica, conseguindo manter a taxa de câmbio razoavelmente em linha com o critério de paridade, além de apresentar excepcional performance no crescimento (taxa média de 21,2%, no período 1968/1980) e na diversificação das exportações.

A realidade, contudo, é que esses resultados favoráveis não foram suficientes para evitar o impacto negativo sobre o setor externo, causado pela sucessão dos choques do petróleo (1973/74 e 1979/80) e, mais recentemente, pela superposição do choque financeiro (1979/81), este caracterizado pelo alto nível e pela variância da taxa de juros externa.

É razoável admitir que foi a política agressiva de promoção de exportações adotada pelo Brasil que, de certa forma, evitou a transmissão do impacto recessivo da crise energética sobre a economia doméstica, logo por ocasião do primeiro choque de petróleo. E, durante o período 1974/78, foi exatamente certo dinamismo das exportações, combinado com as boas condições em termos de liquidez e nível de taxas de juros, que assegurou ao Brasil credibilidade e confiança para financiar, no mercado internacional, elevados déficits em conta corrente, tornando viável um ajustamento interno mais gradual e, portanto, com menores reflexos sobre a taxa instantânea de crescimento.

A partir de 1979, porém, com a simultaneidade de nova elevação do preço do petróleo e crescimento da taxa de juros externa, em termos reais, começam a estreitar-se os graus de liberdade para a continuidade dessa estratégia, tornando inevitável a transferência interna mais gradual e, portanto, com menores reflexos sobre a taxa instantânea de crescimento.

É importante recordar que, por ocasião do primeiro choque do petróleo (1973), a dívida externa do Brasil era pequena, tanto em termos absolutos (US\$ 12,5 bilhões) como relativos (dívida líquida praticamente igual às exportações). Por outro lado, o mercado financeiro internacional, alimentado pelos superávits dos países do OPEP, apresentava boas condições de liquidez (com exceção de 1975) e taxa de juros real relativamente baixa e até mesmo negativa, entre 1974 e 1977.

Foram essas condições que viabilizaram, de 1974 a 1976, uma estratégia de ajuste gradual do setor externo, que tolerou a convivência com déficits comerciais elevados, ainda que levemente declinantes, e com déficits em transações correntes praticamente estáveis, na faixa de US\$ 6 a 7 bilhões.

A partir de 1979, o novo aumento, em termos reais, do preço do petróleo (83,2%, entre 1979 e 1980) é acompanhado de brusca elevação do nível da taxa de juros externa, que passa a situar-se bem acima da taxa esperada de inflação mundial (a LIBOR, em termos reais, passa de 1,67% no fim de 1978, para 4,1% em 1979, atingindo 4,9% em 1980/81). Desencadeia-se, então, uma multiplicidade de efeitos em que o dispêndio global com petróleo — que se havia estabilizado, a preços reais, entre 1974 e 1978 — duplica em 1980, causando a repetição de déficits comerciais elevados. Estes, somados aos efeitos dos novos níveis de juros incidentes sobre uma dívida externa já bem mais alta (US\$ 32 bilhões ao final de 1977), resultam inexoravelmente em um ritmo crescente de expansão do déficit em transações correntes que chega a atingir, em 1980, US\$ 12,4 bilhões.

Entre 1978 e 1980 ainda é possível minimizar o impacto interno desta sucessão de choques, através da redução das reservas internacionais, que caem de US\$ 11,9 bilhões para US\$ 6,9 bilhões, expediente necessariamente transitório e que já se auto-egotou. Paradoxalmente, também neste período se accentua a contribuição dos componentes internos do desequilíbrio externo, que podem ser sintetizados pelo excesso de demanda agregada, alimentado pelo déficit público, e pela expansão exagerada do crédito interno, cuja expressão objetiva foi a forte aceleração do processo inflacionário (em outras palavras, a importante redução do coeficiente poupança doméstica/PIB).

O reconhecimento de que houve significativa mudança qualitativa na relação desequilíbrio externo/economia doméstica — com o esgotamento, a partir de 1980, da estratégia de absorção lenta e de preservação do crescimento econômico, a qual prevaleceu no primeiro choque do petróleo e cuja contrapartida foi a rápida expansão da dívida externa — é o marco principal de referência para a compreensão do conjunto de políticas implementadas especialmente a partir do 2º semestre do ano passado.

O objetivo fundamental dessas políticas é o de viabilizar o financiamento do balanço de pagamentos e, consequentemente, a própria evolução do endividamento, impedindo que o setor externo estrangule a economia brasileira, provocando um profundo, generalizado e possivelmente duradouro processo recessivo.

A estratégia atual parte do pressuposto, já analisado, de que a evolução esperada do quadro externo nos próximos anos, combinada com as condicionantes objetivas representadas pelo nível atual da dívida externa e das reservas internacionais, irá exigir um esforço de ajustamento da economia doméstica bem maior do que aquele até então realizado.

A curto prazo, a meta crucial é assegurar o financiamento adequado do déficit em conta corrente, consolidar o processo de reversão do déficit comercial e estabilizar o nível de reservas. A médio prazo, é essencial reduzir o ritmo de expansão da dívida externa, adequando-a à realidade das disponibilidades efetivas de recursos financeiros no mercado internacional e ao crescimento esperado de nossas exportações. E, a longo prazo, reconhecendo o peso atual da componente estrutural ligada à reciclagem energética, minimizar a interferência do setor externo na capacidade de crescimento auto-sustentado da economia.

Para atingir esses objetivos é essencial definir um conjunto coerente e harmônico de políticas que estabeleçam um elo entre o curto e o longo prazos, entre os fatores conjunturais e os fatores de características notadamente estruturais.

Assim, as políticas fiscal e monetária devem estar voltadas para a elevação da poupança doméstica, ou

seja, para a eliminação do excesso de demanda agragada, que acaba também sendo canalizado para o setor externo, pressionando as importações e aumentando o déficit comercial.

Nos últimos 12 meses houve sensível progresso na recuperação dos controles monetários e fiscais e, em especial, na harmonização desses dois instrumentos. Está havendo esforço apreciável de contenção do déficit público, através do disciplinamento dos investimentos públicos e da redução da massa de subsídios diretos e indiretos. Com relação à política monetária, a contenção do crédito com recursos de origem interna e a liberação das taxas de juros já estão atuando simultaneamente de forma benéfica, tanto sobre a balança comercial como sobre a conta de capital do balanço de pagamentos.

A adoção da política de taxas de juros *positivas, em termos reais*, é hoje elemento essencial de toda a estratégia. Por um lado, ela reflete com fidelidade o mercado financeiro internacional, permitindo compatibilizar, ao longo do tempo, o custo dos empréstimos externos vis-à-vis o custo do crédito doméstico, transformando-se em elemento estimulante da demanda de recursos externos pelo setor privado. Por outro lado, juntamente com a eliminação da "gordura" na oferta de crédito doméstico, essa política desestimula a formação de estoques especulativos, em geral, e de produtos importados em particular, aliviando a balança comercial. E, finalmente, incentiva o aumento da poupança voluntária doméstica, viabilizando, portanto, a menor dependência relativa da poupança externa ao longo do tempo. É interessante, portanto, verificar como a liberação das taxas de juros permite compatibilizar dois objetivos: a curto prazo, estimula a procura de recursos externos, e, a médio e longo prazos, aumenta a poupança doméstica.

É também importante perceber que, em razão da enorme instabilidade das taxas de juros externas (a variância da LIBOR passou de 0,15 em 1975, para 9, em 1980), não faz muito sentido deixar a equalização de custos externos e internos do capital ao sabor de freqüentes e bruscas variações da política monetária nem supor que essa equalização será por si só suficiente para assegurar a sustentação da demanda de financiamentos externos pelo setor privado. No caso brasileiro, dois outros mecanismos vêm-se mostrando extremamente úteis para atender ao objetivo de ampliar a captação de recursos externos pelo setor privado, sem forçar flutuações excessivas na taxa de juros interna: O Imposto Sobre Operações Financeiras (IOF) e o limite quantitativo de crédito.

O IOF funciona, na realidade, como imposto equalizador entre custo interno e externo, ao incidir exclusivamente sobre os empréstimos baseados em recursos domésticos. Já o limite quantitativo força o racionamento do crédito de origem interna (em particular para as empresas multinacionais e estatais), criando, por isso, certa segmentação entre crédito doméstico e crédito externo, o que permite sustentar a demanda privada por repasses externos, mesmo quando, transitoriamente, o diferencial de taxas lhe é desfavorável.

A outra variável crítica que completa os instrumentos de políticas fiscal e monetária voltados à correção dos desequilíbrios externos é a *taxa de câmbio*. Sua evolução deve atender a dois objetivos essenciais: corrigir os desequilíbrios da balança de transações correntes e assegurar uma expectativa futura de custos dos empréstimos externos relativamente mais favoráveis do que os custos internos. Essa dualidade de objetivos exige a compatibilização entre taxa de câmbio, inflação externa, inflação doméstica e correção monetária. A estratégia atual é manter a correção monetária — ingrediente básico na formação das taxas de juros internas — acompanhando *pari passu* a inflação doméstica, coerentemente com a política de estímulo à poupança interna. Isto feito, é suficiente à taxa de câmbio acompanhar a correção monetária para, simultaneamente, assegurar a competitividade das exportações (e, simetricamente, desestimular as importações), sem introduzir qualquer elemento iniciador da tomada de recursos externos.

Este ano, de fato, a correção cambial vem sendo mantida rigorosamente igual à correção monetária, desprezando-se a inflação externa, a fim de assegurar alguma desvalorização real do cruzeiro frente ao dólar e compensar, pelo menos parcialmente, a desvalorização das moedas europeias. Note-se, também, que a grande flutuação do preço do dólar — nada mais, nada menos, do que reflexo da variação das taxas de juros nos Estados Unidos — é muito difícil de ser absorvida

No caso brasileiro, há ainda um aspecto importante, relacionado com o perfil da dívida externa, que torna nosso endividamento, apesar de sua magnitude, qualitativamente mais favorável em comparação a muitos outros países."

exclusivamente por variações na taxa de câmbio, devido aos efeitos negativos dessas flutuações em termos de exacerbação do risco cambial, novamente afetando negativamente a captação de recursos externos.

Exatamente para minimizar a necessidade dessas flutuações, assegurando maior previsibilidade à política cambial, é que o Brasil utiliza dois mecanismos transitórios adicionais: os incentivos fiscais, do lado das exportações, e, novamente, o IOF, incidindo sobre as importações.

Resta mencionar a importância do disciplinamento do setor público, não apenas pelo impacto direto sobre as importações (onde representa 30% do total, exclusivo petróleo), mas também pela necessidade de compatibilizar o endividamento a nível das empresas com as metas macroeconômicas.

A resposta do setor externo brasileiro à combinação dessas políticas fiscal, monetária e cambial foi extremamente rápida: recuperou-se a credibilidade externa, afetada no ano passado pela aceleração inflacionária e pelo déficit de US\$ 2,8 bilhões na balança comercial. Com isto, nos primeiros oito meses do ano, foi possível captar US\$ 11,4 bilhões em empréstimos externos, de uma meta global de US\$ 15 bilhões, praticamente assegurando o financiamento do balanço de pagamentos, sem qualquer perda adicional de reservas. Aliás, a queda observada nas reservas, nesse primeiro semestre, foi pequena, refletindo, principalmente, a desvalorização do ouro e do DES em termos de dólar.

A balança comercial também respondeu adequadamente aos novos estímulos, com redução dramática

do déficit, que caiu para US\$ 224 milhões nos primeiros sete meses, ou seja, a décima parte de US\$ 2.319 milhões, observado em igual período do ano passado, viabilizando a meta do equilíbrio ou de pequeno superávit até o fim do ano. Na balança comercial, deve-se destacar não apenas o bom ritmo das exportações (crescimento de 19%) — especialmente se levarmos em consideração a deterioração dos termos de troca pela queda generalizada no preço das commodities — mas também a estabilização das importações em dólares correntes, onde a queda de "outras importações" vem compensando os gastos adicionais com petróleo. (Sómente em café, açúcar (crystal) e cacau, o Brasil sofreu uma queda de receita cambial da ordem de US\$ 600 milhões no primeiro semestre, em função exclusiva da queda dos preços no mercado internacional.) Como era de esperar, a redução do excesso de demanda agregada começa a refletir-se na própria tendência inflacionária que, agora, já apresenta comportamento nitidamente declinante, o que reforça a credibilidade externa e facilita o acesso do Brasil aos mercados internacionais.

O funcionamento adequado dos instrumentos voltados ao ajuste de curto prazo assegura ao Brasil o fôlego necessário para as correções mais profundas de médio e longos prazos. Nesse sentido, a política comercial continuará sendo ação para assegurar o crescimento das exportações em ritmo superior ao das importações e ao serviço da dívida, com ênfase na contínua diversificação de produtos (com destaque para alimentos, serviços e bens de capital) e mercados (África e América Latina). A substituição de importações estará, de agora em diante, centrada em setores de resposta rápida, como produtos agrícolas (trigo) e matérias-primas (através da exploração de novas jazidas minerais).

A prazo mais longo, o ajustamento definitivo do setor externo depende criticamente da reestruturação do aparato produtivo, em resposta à nova matriz de preços relativos emergente da crise energética, refletindo novas condições de demanda e de oferta doméstica de substitutos ao petróleo importado. Este processo profundo de transformação já está em andamento, espelhando claramente o realismo da política de preços internos de derivados de petróleo, a qual, em última instância, estabelece os sinais para a reciclagem energética. Não há dúvida que uma nova estrutura de produção irá emergir da crise atual, possivelmente mais sólida e eficiente, fundada em vantagens comparativas herdadas e menos dependentes dos artifícios de subsídios e outras formas protecionistas.

De qualquer maneira, os resultados já alcançados e a disposição de manter as linhas básicas da política econômica sugerem que a correção dos desequilíbrios externos da economia brasileira poderá desenvolver-se de forma não traumática, já antecipando, nos próximos anos, a melhoria ou estabilização dos indicadores relativos de endividamento. Ao fim deste ano, o déficit em conta corrente deverá reduzir-se em cerca de US\$ 1 bilhão, a preços correntes, ou cerca de 15% em dólares constantes. A estabilização das relações "dívida líquida/exportações" e "serviço da dívida/exportações" mostra que o processo de endividamento externo está sob controle e assegura a viabilidade futura do funcionamento dos desequilíbrios, já em ritmo decrescente, do balanço de transações correntes.

No caso brasileiro, há ainda um aspecto importante, relacionado com o perfil da dívida externa, que torna nosso endividamento, apesar de sua magnitude, qualitativamente mais favorável em comparação a muitos outros países.

Nossa estratégia, nesse particular, sempre foi, e continua sendo, conservadora, preferindo-se recursos de maior prazo de maturação, ainda que com a contrapartida inevitável de custos relativamente mais elevados.

A razão fundamental é a visão realista, já expressa anteriormente, de que os desequilíbrios atuais do setor externo não poderão ser resolvidos de forma definitiva a curto prazo, mas dependem de um processo necessariamente lento de readaptação da estrutura de produção às restrições físicas definidas pela oferta de energia. Os empréstimos de curto prazo estão estritamente associados ao financiamento de importações, em especial de petróleo, e às obrigações líquidas, no exterior, dos bancos comerciais autorizados a operar em câmbio. Quando se trata de *empréstimos em moeda*, prevalece a orientação de estabelecer um prazo mínimo de carência e maturação (Respectivamente de 4 e 8 anos, nas operações sindicadas, e de 30 meses e 8 anos, nas demais operações) que seja realista, em termos de mercado internacional, mas que assegure, ao mesmo tempo, a diluição das amortizações ao longo do período. Assim é que, apesar de o nível da dívida externa situar-se em US\$ 53,8 bilhões em dezembro de 1980, as amortizações em 1981 deverão situar-se na faixa de US\$ 7,6 bilhões, isto é, 14,3% do total, reduzindo-se, respectivamente, para 13,1% e 11,6% nos dois anos subsequentes. Preservar esse perfil relativamente favorável de amortizações é fundamental para o gerenciamento adequado da dívida externa.

Em resumo, uma visão pragmática da economia brasileira atual sugere que, infelizmente, não existem fórmulas milagrosas e, por via de consequência, não há outra alternativa a não ser prosseguir no processo de ajustamento dos desequilíbrios externos, que combina, de maneira coerente, a ação de curto prazo, voltada para a eliminação do excesso de demanda agregada, com medidas de caráter mais duradouro que asseguram a redução da dependência de energia importada e o dinamismo de nossas exportações.

A análise procurou destacar a mudança qualitativa nas restrições que o setor externo hoje impõe à economia brasileira, e que reduz drasticamente as margens de manobra para execução econômica. O problema fundamental é a superposição, a partir de 1978, de novo choque do petróleo com o choque financeiro representado pela elevação brusca das taxas de juros externas, em termos reais. A consequência imediata é a impossibilidade de prosseguir na estratégia de crescimento com endividamento a taxas crescentes, tornando necessária, portanto, a transmissão, com maior intensidade, dessas limitações físicas e financeiras para a economia doméstica.

Nesse contexto, a desaceleração do ritmo de crescimento, momentaneamente do setor industrial, torna-se inevitável, e sua intensidade e duração estarão condicionadas à capacidade de superação dos desequilíbrios externos. Vale notar, porém, que essa desaceleração transitoriamente e com características setoriais tem um custo social sensivelmente menor do que aquele associado a uma crise cambial cujo impacto é, por certo, mais permanente e generalizado.

Algumas simulações sugerem que o efeito da elevação do preço do petróleo acima da tendência média das outras importações, no período 1973/1980, contribuiu para cerca de 62% do aumento de nosso endividamento externo. Com relação à taxa de juros, seu valor crescentemente positivo, em termos reais, em comparação com sua tendência histórica (taxa real nula ou modestamente positiva), representou um acréscimo direto de 5,3 bilhões de dólares no nosso endividamento, entre 1978 e 1980. Assim é que as taxas de juros implícitas no serviço da dívida brasileira partem de um patamar inferior à inflação mundial, logo após a primeira crise do petróleo (1974/75), para atingir valo-

res reais da ordem de 5% ao ano em 1980/81. De fato, mensuração, mas certamente não desprezíveis, são os efeitos indiretos, através da queda generalizada no preço de *commodities* — especialmente relevantes para nossa balança comercial (reflexo não apenas do crescimento mais lento do comércio internacional, mas também das dificuldades de financiar estoques a nível do consumidor final) — e da própria valorização do dólar que neutraliza, pelo menos parcialmente, os efeitos da política cambial no que diz respeito à competitividade dos manufaturados brasileiros na Europa e no Japão.

Esses resultados ilustram os efeitos repressivos, no que concerne à distribuição de renda entre países, do recente *trend* de altas taxas de juros externas. O impacto é proporcionalmente maior justamente para aqueles países — em geral, com baixo nível de renda — em que maior é o peso relativo das exportações de produtos primários (com exceção óbvia de petróleo) e do endividamento externo. Há, no entanto, clara evidência de que os Estados Unidos poderiam perseguir uma trajetória de estabilização com menores externalidades, na medida em que houvesse melhor articulação entre política monetária e política fiscal.

A simultaneidade de aperto monetário e déficit público, característico da conjuntura americana atual, leva, inevitavelmente, a explosão de taxa de juros, cuja reversão fica na dependência exclusiva da queda de demanda por crédito associada ao processo recessivo. A estrutura tributária dos Estados Unidos, ao permitir o abatimento integral das despesas de juros, tanto das pessoas físicas como jurídicas, torna lenta a reversão da demanda por crédito, transferindo, dessa forma, a parcela fundamental dos custos de ajustamento para outros países. As incertezas com relação à evolução da economia americana ampliam-se na medida em que permanece o conflito, a curto e médio prazos, entre a disposição de cortar impostos e a rigidez de certas despesas, principalmente aquelas relacionadas com segurança.

A experiência brasileira tem demonstrado, neste particular, a impossibilidade de sucesso, tanto no

“A estratégia atual da política econômica brasileira caracteriza-se precisamente pela harmonização entre instrumentos monetários, fiscais e cambiais. É importante notar como foi rápida a resposta da economia, considerando que as políticas de estabilização estão sendo implementadas há pouco mais de um ano.”