

Modiano, Eduardo M.

**Working Paper**

## Choques externos e preços internos: dificuldades da política de ajuste

Texto para discussão, No. 36I

**Provided in Cooperation with:**

Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro

*Suggested Citation:* Modiano, Eduardo M. (1982) : Choques externos e preços internos: dificuldades da política de ajuste, Texto para discussão, No. 36I, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-Rio), Departamento de Economia, Rio de Janeiro

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/186281>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

TEXTO PARA DISCUSSÃO

Nº 36-I

A Crise do Endividamento

Externo:

Alguns Números e suas

Consequências

Francisco Lopes



PUC-Rio – Departamento de Economia  
[www.econ.puc-rio.br](http://www.econ.puc-rio.br)

Junho de 1982

A meta do Governo é um superávit de 6 bilhões de dólares para a balança comercial em 83, com uma redução da ordem de 3 a 4 bilhões de dólares no valor das importações. Entre 1980 e 82 a produção industrial caiu cerca de 10% e as importações foram reduzidas em menos de 3 bilhões de dólares. O que vai acontecer em 83: uma nova queda de 10% na produção industrial? Por que o Governo pretende forçar a economia a produzir um sal do positivo de 6 bilhões de dólares na balança comercial? Será inevitável uma nova recessão? Será que não existem alternativas?

### **Por que chegamos onde estamos?**

Antes de tentarmos responder a essas perguntas, vale a pena relembrar rapidamente os antecedentes da presente crise. Nossa dívida externa bruta aumentou cerca de 5 vezes entre 1973 e 1982, para chegar ao seu nível atual de aproximadamente 73 bilhões de dólares. No mesmo período o Produto Interno cresceu pouco mais que 50%, de modo que a relação dívida externa – produto praticamente triplicou.

Este processo de endividamento acelerado teve várias causas. Uma delas nos leva de volta aos anos imediatamente posteriores ao primeiro choque do petróleo em 1973. No período 1974-76 a economia brasileira cresceu a uma taxa média de 8% ao ano, enquanto as economias desenvolvidas amargavam uma severa recessão e racionavam o consumo de petróleo. Em consequência houve um acréscimo de quase 10 bilhões de dólares na nossa dívida líquida (um aumento da ordem de 100% sobre o nível de 1973), que sem dúvida foi o que colocou em movimento a avalanche do endividamento externo. Se a economia tivesse crescido a 5% ou 6% ao ano neste período, nossa posição hoje seria muito menos desconfortável.

Acontece que em 1974 o Governo estava comprometido com o ambicioso programa de investimentos do II PND, que havia sido concebido antes da crise do petróleo. Os parâmetros desse programa eram os da economia do “milagre”, das taxas médias de crescimento de 10% ao ano, não os da nova realidade que a crise do petróleo começava a desenhar. Evidentemente teria sido possível declarar inválido o plano recém-nascido, para imediatamente elaborar um novo plano que viabilizasse taxas mais moderadas de crescimento (da ordem de 5% ao ano, por exemplo). Tecnicamente teria sido a medida correta; as tentativas de justificar *a posteriori* o II PND, na linha de que era inevitável crescer a taxas aceleradas, para viabilizar um programa de substituição de importações que nos liberaria a longo prazo da restrição externa, me parecem pouco convincentes.

Entretanto, há que se reconhecer que a experiência dos anos do “milagre” produziu diversos tipos de inércia em nossa sociedade. Em primeiro lugar, havia uma inércia psicológica. Em 1973 a economia brasileira expandiu-se à taxa de 14% ao ano; certamente era difícil para todo mundo, inclusive os homens de Governo, passar de repente a raciocinar em termos de taxas de recessão! E

havia também uma inércia real imposta pela própria dinâmica do processo econômico. Numa economia que cresce por vários anos a 10% ao ano, projetos estão sendo continuamente concebidos e implantados para sustentar uma taxa de crescimento de 10% ao ano. Uma queda brusca e substancial dessa taxa significa redimensionar alguns projetos, inviabilizar outros, possivelmente levar algumas empresas à falência. A máquina de planejamento econômico brasileiro dificilmente poderia ter tido a agilidade necessária para administrar esta brusca mudança de rota. Ironicamente a experiência dos anos do “milagre” parece ter sido a principal causa da paralisia de nossa política econômica naqueles anos críticos do primeiro choque externo.

E, no entanto, o quadro do nosso setor externo por volta de 1977-78 permitia ainda alguma esperança. É verdade que a dívida externa líquida já atingira os 30 bilhões de dólares em 78, para exportações da ordem de 13 bilhões de dólares. Mas o déficit comercial havia sido eliminado em 77, e se atingiu 1 bilhão de dólares em 78 foi porque as exportações tiveram um desempenho excepcionalmente medíocre neste ano.

A partir de 1979, porém, a situação se deteriorou rapidamente. O déficit em conta corrente saltou do patamar de 6 bilhões de dólares, em que vinha se mantendo desde 74, para um novo patamar da ordem de 11 a 12 bilhões de dólares. Os principais vilões foram o segundo choque do petróleo e um choque de taxas de juros que ninguém imaginava que viesse a ocorrer. Os números neste caso são bastante eloquentes (estimativas do autor para 82):

Ano	1978	1979	1980	1981	1982
Preço do Petróleo (US\$/Barril)	12,4	17,1	29,6	34,4	33,0
Importações de Petróleo (US\$ Bilhões)	4,1	5,8	9,3	10,6	9,0
Taxa de juros sobre dívida líquida	10,9%	13,3%	15,5%	19,6%	19,5%
Pagamentos de juros (US\$ Bilhões)	2,7	4,2	6,3	9,2	10,5
Déficit em conta corrente (US\$ Bilhões)	6,0	10,1	12,4	11,7	14,0
Dívida líquida (fim de ano) (US\$ Bilhões)	31,6	40,2	46,9	53,9	66,4
Dívida bruta (fim de ano) (US\$ Bilhões)	43,5	49,9	53,8	61,4	73,0

Nos últimos quatro anos a dívida líquida cresceu à taxa média de 20%; a dívida bruta cresceu a uma taxa média menor – 14% ao ano – mas somente porque nossas reservas internacionais foram reduzidas em cerca de 6 bilhões de dólares no período. É claro que esse padrão de evolução das contas externas não poderia persistir indefinidamente.

## **A Aritmética da Crise**

E assim chegamos ao final de 1982 ostentando uma dívida externa da ordem de 73 bilhões de dólares no momento em que o sistema financeiro internacional é colocado em estado de choque pelas crises do México e Argentina. A interrupção do fluxo normal de empréstimos externos nos coloca sob o risco permanente de uma crise cambial. A reação do Governo é o documento *Programação do Setor Externo em 83*, que anuncia a meta de um superávit mínimo de 6 bilhões de dólares na balança comercial.

Basicamente o objetivo é permitir que a nossa dívida junto aos bancos estrangeiros cresça mais ou menos na mesma proporção que a inflação mundial, da ordem de 7%. Como o valor dessa dívida (que são os chamados Empréstimos em Moeda) deverá ser de US\$ 61 bilhões ao final de 82, esses 7% de crescimento significam uma entrada de US\$ 4 bilhões de novos empréstimos. Se adicionarmos a isto cerca de US\$ 3 bilhões a serem obtidos de organismos internacionais, créditos de fornecedores e investimentos diretos, e admitirmos que nossas reservas internacionais permanecerão constantes, chegamos ao total de US\$ 7 bilhões de entrada líquida de divisas, que por definição tem que ser igual ao déficit em transações correntes. Supondo que a despesa líquida com juros seja de US\$ 9 bilhões e que outras despesas com serviços totalizem US\$ 4 bilhões, temos um déficit na conta de serviços de US\$ 13 bilhões. Note-se que a despesa com juros equivale a 12% da dívida líquida do ano anterior; em 1981 e 1982 esta cifra foi da ordem de 19%. A diferença entre o déficit de serviços e o déficit em transações correntes é o que exige um superávit de US\$ 6 bilhões na balança comercial.

O documento do Governo prevê exportações de US\$ 23 bilhões em 83 (o que equivale a recuperar o nível de 1981), de modo que para viabilizar aquele saldo comercial positivo será necessário conter as importações em US\$ 17 bilhões. Isto representa uma queda de 3 a 4 bilhões de dólares em relação ao nível de 82, e pode ser uma projeção otimista. Se as exportações ficarem por volta de US\$ 21 bilhões, as importações terão que cair para 15 bilhões de dólares.

## **Consequências do Corte de Importações**

É difícil prever as consequências de um corte de importações da ordem de magnitude que estamos considerando. Se o corte for seletivo e bem planejado, talvez seja possível estimular substituições de importações que atenuem seu impacto sobre o nível de atividade. Uma ação positiva de planejamento econômico será da maior importância neste quadro conjuntural. Não convém, entretanto, ter ilusões sobre o que será possível fazer no curto prazo.

Por exemplo, é ridículo imaginar que a experiência dos anos 1975-77 tenha qualquer relevância para o que vai acontecer em 83. Como se sabe, nesses anos as importações permaneceram

estabilizadas por volta dos 12 bilhões de dólares anuais enquanto o produto industrial aumentou cerca de 23%. Acontece que aquele nível de importações estava US\$ 6 bilhões acima do nível de 1973, ao passo que as importações de petróleo nunca estiveram durante este período mais do que US\$ 3 bilhões acima do nível de 1973. Ou seja, o aumento das importações entre 1973 e 1974 abriu espaço suficiente para as compras de bens de capital e insumos importados que sustentaram a expansão da atividade econômica no período 1974-77. Conseqüentemente não foi necessário aumentar o nível das Importações nos anos 75-77. Infelizmente não há nenhuma semelhança entre essa situação e a situação atual.

Uma forma simples para se obter uma ordem de grandeza do impacto sobre o nível de atividade em 83 do corte programado nas importações é o seguinte. Suponha que no passado recente a produção brasileira de petróleo houvesse alcançado todo ano a marca de 320 mil barris-dia com o petróleo sendo sempre importado a US\$ 33 por barril. Suponha também que as importações não-petróleo fossem as que realmente foram. Neste caso a evolução das importações brasileiras teria sido a seguinte:

Ano	Importação de Petróleo (milhares de barris-dia)	Valor das importações de petróleo (US\$ bilhões)	Valor das importações não-petróleo (US\$ bilhões)	Valor total das importações (US\$ bilhões)
1977	656	7,7	8,4	16,1
1978	741	9,0	9,6	18,6
1979	781	9,4	12,2	21,6
1980	730	8,7	13,6	22,3
1981	738	8,9	11,5	20,4

Isto nos dá uma estimativa de quanto a economia teria gasto com suas importações em cada ano se as condições de preço internacional e produção doméstica do petróleo fossem iguais às atuais. Esses números nos dizem que para viabilizar importações da ordem de 16 a 17 bilhões de dólares, o nível de atividade econômica em 83 deverá ser semelhante ao observado em 77. Comparando o índice de produção industrial deste último ano com o mesmo índice para 1982, concluímos que será necessária uma queda da ordem de 12% no nível da atividade industrial<sup>1</sup>.

É evidente que esta é apenas uma estimativa grosseira que poderá ser desmentida pela realidade, principalmente se um programa de substituições de importações tiver sucesso em 83. Por outro lado,

<sup>1</sup> As taxas de crescimento da produção industrial que utilizamos neste cálculo foram (1978) = 7,4%, (1979) = 6,6%, (1980) = 7,9%, (1981) = -9,6% e (1982) = 0%. Note que se o número para 1981 for substituído por (1981) = -5,4% conforme tem sido sugerido recentemente, a estimativa de queda na atividade industrial seria ainda maior que a que estamos apresentando.

todavia, temos aqui uma medida do potencial destrutivo do corte de importações, que pode nos levar em 83 a um nível de atividade quase 25% menor que o observado em 1980. E vale a pena lembrar que este corte de importações estará sendo feito para permitir que a dívida externa brasileira aumente na mesma proporção que a inflação mundial. Ou seja, ao final de 83 o valor real da nossa dívida será exatamente o mesmo, apesar do enorme esforço interno de redução das importações.

### **A Opção de Suspender Pagamentos**

Situações de grande gravidade exigem que todas as alternativas possíveis sejam consideradas, inclusive as que possam parecer irresponsáveis. Há uma pergunta simples que não pode ser evitada: por que, ao invés de se sacrificar, o país não decide suspender os pagamentos referentes à dívida externa?

A história está repleta de casos de inadimplemento de dívida externa. Já foi feito pelo Brasil no final da década de trinta, já foi feito por governos estaduais americanos no século dezenove, e em muitos outros casos. O benefício desta opção é obviamente não pagar os encargos da dívida (juros e amortização). O principal custo é ficar conhecido como um mau-pagador e perder o acesso a novos empréstimos. Mas há que se considerar também a possibilidade de represálias internacionais.

Para discutir esse cenário de rejeição da dívida externa é conveniente entendermos o conceito de *hiato de recursos*. O hiato de recursos é calculado subtraindo-se a despesa líquida com pagamento de juros e dividendos do déficit em transações correntes. Ele representa o valor total dos bens e serviços que o país está recebendo do exterior acima do valor de suas exportações. Um hiato de recursos positivo significa que há uma transferência líquida de bens e serviços do resto do mundo para nossa economia. Um hiato de recursos negativo significa que nossa economia está transferindo para o exterior mais bens e serviços do que está recebendo: há uma transferência líquida de bens e serviços do país para o resto do mundo. Quando o hiato de recursos é nulo o país está, por assim dizer, vivendo com seus próprios meios.

Nos anos recentes, o hiato de recursos teve a seguinte nossa economia (em US\$ bilhões):

1973 = 1,0  
1974 = 6,2  
1975 = 5,0  
1976 = 3,8  
1977 = 1,5  
1978 = 2,8  
1979 = 5,2  
1980 = 5,8  
1981 = 1,4  
1982 = 3,0

Pode-se notar que o hiato foi sempre positivo, indicando uma transferência líquida de bens e serviços do exterior para a nossa economia. Os valores mais elevados aparecem nos anos 1974-76, o auge do II PND, e no biênio 1979-80, resultado da combinação de reaquecimento econômico e segundo choque de petróleo.

A programação do Governo para 83 contempla um hiato *negativo* de US\$ 2 bilhões: o país terá que fazer uma transferência líquida de bens e serviços equivalente a US\$ 2 bilhões para o resto do mundo<sup>2</sup>. E o que aconteceria se o pagamento dos encargos da dívida fosse suspenso? É fácil ver que nesse caso o hiato de recursos teria que ser nulo. O país deixaria de pagar os juros da dívida, mas como perderia também a possibilidade de contrair novos empréstimos, sua despesa com importações de bens e serviços teria que ser integralmente financiada pela receita com exportações de bens e serviços<sup>3</sup>.

Com base nesses números, e considerando apenas o ano de 83, deveríamos concluir que suspender o pagamento dos encargos da dívida é melhor que colocar em prática o programa do Governo. No primeiro caso, teríamos um hiato de recursos nulo; no segundo caso hiato de recursos negativo de US\$ 2 bilhões. Isto significa que suspendendo os pagamentos haveria um ganho de US\$ 2 bilhões em 83: com exportações de US\$ 23 bilhões, as importações poderiam atingir US\$ 19 bilhões ao invés dos US\$ 17 bilhões previstos pelo Governo.

Acontece que esta conclusão desconsidera dois aspectos importantes da questão. Em primeiro lugar, note que o que se ganharia com a opção de suspensão de pagamentos equivale apenas a cerca de 10% do total das nossas exportações. Se houvessem represálias comerciais, este ganho poderia facilmente ser anulado. Em segundo lugar, a conclusão está sendo tendenciosa ao considerar apenas o ano de 1983. Talvez o principal problema da opção de rejeitar a dívida externa seja que o país, ao perder o acesso ao sistema financeiro internacional, fica permanentemente amarrado à restrição de manter nulo seu hiato de recursos. Se as condições do mercado internacional de crédito melhorarem no futuro (por exemplo, com taxas de juros mais baixas, ou maior crescimento ao volume de empréstimos a países em desenvolvimento), não poderíamos nos beneficiar delas.

### **A Tentação de Renegociar**

Na realidade uma suspensão unilateral de pagamentos dos encargos da dívida externa é uma medida de última instância, que envolve sérios riscos de represálias comerciais e políticas, e perda de credibilidade internacional<sup>4</sup>. Entretanto, como salienta o professor Sachs da Universidade de Harvard

<sup>2</sup> Na discussão que se segue adotaremos a suposição simplificadora de que não há pagamento de dividendos.

<sup>3</sup> Estamos supondo que neste caso o país perderia as suas reservas internacionais.

<sup>4</sup> É bom lembrar, porém, que em novembro de 1937 o Governo Vargas adotou esta medida, com a justificativa de que era impossível atender os encargos da dívida e ao mesmo tempo pagar importações essenciais para reequipamento do sistema



“no sistema corrente, a prática da suspensão de pagamentos (“default”) parece ter sido substituída pela prática da renegociação da dívida (“debt rescheduling”). A razão escreve ele, é que “uma renegociação ocorre quando a economia devedora apresenta uma ameaça acreditável de suspender pagamentos (isto é, quando os benefícios da suspensão superam os custos). Mas uma declaração de suspensão de pagamentos conduz a penalidades contra o devedor (tais como o confisco de seus ativos ou restrições ao seu comércio externo) que ele preferiria evitar. O devedor estaria disposto a honrar algumas, mas não todas suas obrigações de dívida. Portanto, com a suspensão de pagamentos os credores não recebem nada, enquanto com a renegociação eles recebem pelo menos parte dos juros devido. Os credores preferem a renegociação à suspensão de pagamentos, enquanto os devedores podem ser mais ou menos indiferentes quanto às duas opções<sup>5</sup>.”

De fato, não se pode descartar a renegociação da dívida como opção para a economia brasileira. Sob certas condições os benefícios de uma suspensão de pagamentos podem superar os custos e se um grande devedor apresenta uma ameaça real de suspensão de pagamentos, seus credores terão forte incentivo para renegociar. Por exemplo, no caso brasileiro, se a longo prazo a taxa de juros sobre a dívida líquida se mantiver no nível atual de 12% ao ano e a taxa de crescimento da dívida continuar limitada por uma inflação mundial da ordem de 7%, provavelmente valerá a pena optar pela suspensão de pagamentos (supondo que as represálias corneianas não sejam muito significativas), o que por sua vez viabiliza a renegociação da dívida<sup>6</sup>.

Este argumento sugere que o sistema financeiro internacional parece ter caído numa perigosa armadilha. Se, para continuar no jogo, as economias devedoras tiverem que continuar enfrentando condições tão adversas como as atuais, a tentação de optar pela suspensão de pagamentos será cada vez maior e mais generalizada. Mas é exatamente o risco de moratórias generalizadas que está afastando os pequenos e médios bancos do mercado, e impedindo que os grandes bancos ofereçam condições mais favoráveis a seus devedores. Se o sistema não conseguir romper esse círculo vicioso e reencontrar um certo padrão de normalidade, os devedores estarão sujeitos a uma forte tentação de caminhar para a renegociação da dívida.

O Brasil deve tentar manter sua credibilidade Internacional e uma reputação de seriedade na gestão de seus assuntos econômicos e financeiros. Mas não se pode ignorar as especificidades da

ferroviário e das forças armadas. A reação da revista *The Economist*, foi que “a suspensão dos pagamentos pelo Brasil corresponde à mais cínica medida dessa natureza de que se recorda o mercado londrino”. Uma discussão brilhante deste e de outros episódios de renegociação da dívida brasileira pode ser encontrada no trabalho de Marcelo de Paiva Abreu, “A Dívida Externa do Brasil, 1931-1943”, publicado na *Pesquisa e Planejamento Econômico*, junho de 1975.

<sup>5</sup> Citado de Jeffrey Sachs, “International Capital Markets”, *NBER Reporter*, Summer, 1982.

<sup>6</sup> O argumento técnico que está implícito aqui é o seguinte. Seja AD o aumento da dívida líquida, H o hiato de recursos, I o investimento direto, r a taxa de juros e D a dívida líquida no início do ano. Então  $AD = H - I + rD$  e  $H = AD + I - rD$ . Dividindo todos os termos por D temos  $H/D = (AD/D) + (I/D) - r$ . Se o crescimento da dívida estiver limitado em  $(AD/D) = 7\%$ , a taxa de juros for  $r = 12\%$ , e os investimentos diretos forem inferiores a 2% da dívida líquida, isto é  $(I/D)$  menor que 2%, então  $(H/D)$  será menor que  $7\% + 2\% - 12\% = -3\%$ . Ou seja, haverá um hiato *negativo* de recursos de pelo menos 3% da dívida líquida, do caso da suspensão de pagamentos o hiato teria apenas que ser nulo.

presente crise mundial e suas implicações para os benefícios e custos das diferentes posturas que o país pode adotar nos próximos anos. O importante é não tentarmos obter nota dez em disciplina, às custas de uma reprovação em aritmética.