

Fritsch, Winston; Modiano, Eduardo M.

**Working Paper**

## A restrição externa do crescimento econômico brasileiro: uma perspectiva de longo prazo

Texto para discussão, No. 166

**Provided in Cooperation with:**

Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro

*Suggested Citation:* Fritsch, Winston; Modiano, Eduardo M. (1987) : A restrição externa do crescimento econômico brasileiro: uma perspectiva de longo prazo, Texto para discussão, No. 166, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-Rio), Departamento de Economia, Rio de Janeiro

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/186413>

**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.*

Departamento de Economia

PUC/RJ

Julho de 1987

TEXTO PARA DISCUSSÃO

Nº 166

A RESTRIÇÃO EXTERNA AO CRESCIMENTO  
ECONOMICO BRASILEIRO: UMA PERSPECTIVA  
DE LONGO PRAZO

Winston Fritsch

e

Eduardo Marco Modiano

## Resumo

Este trabalho discute os limites ao crescimento econômico impostos a uma economia devedora pela conjunção das restrições de divisas e de poupança sob diferentes cenários de evolução da conjuntura internacional e dos determinantes da poupança doméstica. Desenvolve-se um modelo de consistência macroeconômica que representa analiticamente os dois hiatos e simulam-se trajetórias alternativas de crescimento para a economia brasileira.

## Abstract

This work discusses the limits to economic growth in an indebted economy imposed by the joint operation of the foreign exchange and the savings constraints under alternative scenarios for the evolution of the international economy and the determinants of domestic savings. A macroeconomic consistency model that represents analytically the two gaps is developed, and alternative growth paths for the Brazilian economy are simulated.

A RESTRIÇÃO EXTERNA AO CRESCIMENTO ECONÔMICO BRASILEIRO: UMA  
PERSPECTIVA DE LONGO PRAZO

Winston Fritsch

e

Eduardo Marco Modiano

Departamento de Economia

Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro

Trabalho apresentado em versão preliminar no Simpósio Brazil in Transition,  
SLAS Conference, Selwyn College, Cambridge, 3 a 5 de Abril de 1987. Versão  
final concluída em junho de 1987.

## INDICE

1. Introdução: a Natureza da Restrição Externa ao Crescimento Brasileiro
  2. Um Modelo de Simulação do Crescimento com Dois Hiatos.
  3. Cenários de Simulação
    - 3.1. Cenários Internacionais
    - 3.2. Perspectivas de Política Doméstica
  4. Resultados das Simulações
    - 4.1. A Restrição Externa e o Crescimento de Longo Prazo
    - 4.2. Efeitos de Choques de Curto Prazo
  5. Conclusões
  6. Referências
- Apêndice: Tabelas e Figuras

## 1. Introdução: a Natureza da Restrição Externa ao Crescimento Econômico Brasileiro

A restrição ao crescimento econômico imposta pelo serviço de grande dívida externa a um país que teve cortado seu acesso normal aos mercados internacionais de capital, tem natureza dual. Ela pode limitar o crescimento do produto ao impor uma restrição de divisas sobre o volume de importações não compressíveis que podem ser feitas a partir das receitas cambiais auferidas ao longo de um dado período de tempo. Alternativamente, a mudança brusca de uma posição de tomador líquido de recursos a uma situação em que é necessário transferir parcela substancial da renda doméstica aos credores estrangeiros, pode prejudicar seriamente a capacidade de acumulação de capital do país devedor. Na ausência de um aumento compensatório da poupança doméstica, ou da eficiência do capital instalado, a transferência de recursos reais pode vir a limitar o crescimento da capacidade produtiva e, portanto, do produto, assim que forem erodidas as margens de ociosidade. Algumas definições e um pouco de álgebra podem ajudar a esclarecer esta segunda restrição, a que chamaremos de restrição de poupança.

Se definirmos  $k$  como a relação marginal produto-capital, a taxa de crescimento do produto potencial do país devedor  $y_p$  pode ser escrita como:

$$y_p \leq k I / Y_p \quad (1)$$

onde  $I$  representa o investimento líquido e  $Y_p$  a capacidade instalada.

Por outro lado, em equilíbrio no mercado de bens:

$$I = SD + SE - D \quad (2)$$

onde SD e SE representam, respectivamente, a poupança doméstica e externa, e D a depreciação do estoque de capital. Em uma situação de funcionamento normal dos mercados financeiros internacionais, como ocorria até 1982, a poupança externa iguala o déficit do balanço de pagamentos em bens e serviços não-fatores. Na situação atual, em que a poupança externa tornou-se negativa, a equação (2) pode ser escrita como:

$$I = SD - T - D \quad (2')$$

onde T, igual ao superavit da conta de bens e serviços não-fatores, representa a transferência líquida de recursos reais ao exterior. Como, denotando-se por h a taxa de depreciação do estoque de capital temos que:

$$D = h k / Y_p \quad (3)$$

a equação (1) pode ser reescrita como:

$$y_p \leq k(s-t) - h \quad (4)$$

onde s e t são, respectivamente a poupança doméstica e o montante líquido de recursos transferidos ao exterior, como proporção do produto potencial.

De (4) é evidente que, dados os parâmetros estruturais k e h, e a taxa de poupança doméstica s, a taxa de crescimento do produto potencial tem uma

restrição superior imposta pelo montante de recursos transferidos ao exterior como proporção do produto.

A identificação da restrição - de poupança ou de divisas - que deva estar efetivamente ativa em uma situação concreta é um insumo fundamental para o processo de formulação de política econômica, uma vez que o conjunto de instrumentos que podem ser usados para lidar com cada caso não são necessariamente iguais. Refletindo este caráter dual da restrição imposta pela dívida, a percepção da natureza da restrição externa efetiva ao crescimento brasileiro tem se modificado desde quando os bancos comerciais, repentinamente e de forma desestabilizadora, recusaram-se a continuar emprestando ao Brasil em bases voluntárias em meados de 1982. Nos primeiros doze a dezoito meses após a moratória mexicana, a orientação da política econômica brasileira foi marcada, naturalmente, por medidas visando atacar uma situação de crise cambial aguda, com prejuízo da performance de crescimento. A partir de 1984, entretanto, o impressionante ajuste comercial efetuado desde o choque inicial, aliado a sustentação da retomada do crescimento com recomposição do nível de reservas, começou a modificar esta percepção. O compromisso do novo regime democrático, inaugurado em 1985, com o retorno à trajetória de crescimento histórico de 7% ao ano parecia ser compatível - em cenários razoavelmente estáveis para o entorno internacional - com a capacidade nacional de geração de divisas.

Entretanto, na medida em que se acelerava o crescimento do nível de atividade, surgiam preocupações com o fato de que a taxa de investimento caíra bruscamente durante a fase de ajuste recessivo do início dos anos oitenta - de patamares superiores a 25% a níveis inferiores a 17% - e a análise dos dados macroeconômicos revelavam nítida insuficiência de recursos para o financiamento de sua recomposição, necessária para a sustentação a médio e longo prazo da



meta de crescimento. Este diagnóstico foi reforçado ao longo de 1986 à medida em que se evidenciava o impacto do plano de estabilização lançado pelo governo em 28 de fevereiro do ano passado, sobre o nível de demanda doméstica. A substancial transferência de renda em favor dos salários, aliada à despoupança voluntária provocada pela "ilusão monetária", ao congelamento de diversos preços abaixo de níveis considerados realistas, à demanda reprimida por anos seguidos de recessão e compressão salarial deram novo impulso ao crescimento do consumo, já vigoroso desde 1985. Poucos meses após o anúncio do Plano Cruzado ficava claro que o crescimento da produção industrial não conseguiria acompanhar o ritmo de expansão do consumo. Além disso, uma vez que a taxa de investimento encontrava-se bastante deprimida, a inusitada expansão da produção industrial ameaçava esgotar rapidamente a ociosidade da capacidade instalada.

Assim, em meados de 1986, cristalizou-se a idéia de que a principal restrição ao crescimento da economia a médio prazo adviria do hiato de poupança. Impunha-se, portanto, incrementar a poupança do setor privado e recompor a poupança do setor público. O Plano de Metas, e o esquema de empréstimos compulsórios que o financiaria, anunciados em julho de 1986, representavam um passo, modesto, nesta direção. Acreditava-se que o superávit da balança comercial permaneceria no patamar de US\$ 1 bilhão mensais, o que seria suficiente para fazer face ao déficit da conta de serviços do balanço de pagamentos, e que a restrição de divisas, que limitara o crescimento da economia brasileira nos primeiros anos da década de oitenta, poderia ser relegada a um segundo plano. A queda do preço do petróleo no mercado mundial e o declínio das taxas de juros internacionais, que se sobrepunham ao ajustamento externo pós-1983, abriam espaço para maiores importações sem prejuízo dos saldos globais. Os objetivos declarados da posição a ser apresentada na

negociação com os credores, programada para ter início nos últimos meses do ano - redução do spread e realização de um acordo de rescalonamento plurianual das amortizações que preparasse a volta do Brasil aos mercados financeiros privados como tomador voluntário, refletia este otimismo em relação à evolução do balanço de pagamentos.

A partir do segundo semestre de 1986, todavia, a situação das contas externas brasileiras reverteu-se dramaticamente. O excesso de demanda interna, engendrado pela exacerbação do consumo, aliado a fatores aleatórios e, em especial, às expectativas de uma maxi-desvalorização do cruzado, quando começava a tornar-se evidente a necessidade do reajuste de certos preços e da qual resultou rápida deterioração das exportações, provocou substancial deterioração do excedente comercial e rápida erosão das reservas cambiais. O hiato de divisas voltava a impor limites ao crescimento da economia brasileira, na medida em que a perspectiva de escassez cambial tornava necessária forte contenção das importações. Em fevereiro de 1987 o governo viu-se obrigado a suspender o pagamento dos juros da dívida externa, iniciando uma nova fase de negociação com os bancos privados estrangeiros. Entretanto, a estratégia negociadora do governo parece orientar-se no sentido de demandas para a limitação das transferências reais a um máximo de 2.5% do PIB - nível pouco abaixo dos correntes, mas percebido pelos formuladores da estratégia de negociação como compatível com a manutenção da taxa histórica de crescimento, dada a capacidade de poupança doméstica - e não, como exige a atual situação do balanço de pagamentos e o baixo volume de reservas, no sentido da obtenção de liquidez internacional.

Uma avaliação das chances de sucesso desta postura do governo brasileiro é ainda prematura. A fragilidade atual das contas externas, porém,

não fortalece a posição brasileira no processo de renegociação. Por isso, dificilmente uma forte desaceleração do crescimento econômico, aliada à reversão dos ganhos obtidos com o Plano Cruzado em termos de inflação, salário real e emprego, que se prenuncia para o ano de 1987, será evitada na ausência de aporte líquido de novos recursos externos além do já contratado com agências multilaterais, como discutido mais abaixo.

Este trabalho pretende contribuir para uma definição mais clara e prospectiva dos limites ao crescimento econômico impostos pela conjunção das restrições de poupança e de divisas sob diferentes cenários de evolução da conjuntura internacional e da capacidade de poupança doméstica. Isto será feito com o auxílio de um modelo de consistência macroeconômica que representa analiticamente os dois hiatos e que será utilizado para simular trajetórias alternativas de crescimento para a economia brasileira até o ano 2000. A estrutura do modelo é apresentada a seguir, na Seção 2. Na Seção 3, apresentam-se os cenários de médio e longo prazos mais prováveis para as variáveis exógenas relevantes para a determinação da taxa de crescimentos, relacionadas tanto ao entorno internacional, quanto à economia doméstica. Na Seção 4 discute-se as trajetórias de crescimento brasileiro sob os diferentes cenários. Analisa-se, em especial, na primeira parte da seção, o efeito de diferentes políticas tributárias, de gasto social, de distribuição funcional da renda e do nível de crescimento da economia mundial, sobre o crescimento da economia brasileira a médio e longo prazos. Na segunda parte da Seção 4, discute-se o efeito de possíveis choques exógenos, oriundos de perturbações nos mercados financeiros internacionais e nos preços do petróleo, sobre o nível de atividade a mais curto prazo. A Seção 5 resume as conclusões do trabalho.

## 2. Um Modelo de Simulação do Crescimento com Dois Hiatos

A experiência do ano de 1986 revelou com muita nitidez as dificuldades impostas pela restrição externa ao delineamento de um projeto de longo prazo. Como brevemente recordado acima, a economia brasileira operou, no ano passado, muito próxima dos limites de capacidade e divisas. No primeiro semestre, com o esgotamento da capacidade ociosa do setor industrial, o governo conscientizou-se de que a taxa de poupança da economia era insuficiente para permitir que o surto de crescimento se sustentasse. No segundo semestre, a taxa de crescimento da economia mostrava-se também inconsistente com a disponibilidade de divisas. A discussão das perspectivas de médio e longo prazos, que deve informar a definição de políticas visando sustentar a maior taxa possível de crescimento econômico a longo prazo deve, portanto, partir da identificação da natureza da restrição efetivamente ativa dos cenários alternativos quanto à evolução de determinantes exógenos do balanço de pagamentos - dominados pelo comportamento da conjuntura internacional - e da capacidade de poupança, tanto doméstica, quanto do aporte de novos recursos externos.

Esta identificação e a simulação de trajetórias macroeconomicamente consistentes de crescimento em função de diferentes cenários será feita nas próximas seções deste artigo com o auxílio de um modelo cuja estrutura formal é descrita abaixo. Trata-se, grosso modo, de uma versão dinâmica do modelo de dois hiatos: o hiato de divisas e o hiato de poupança. Dadas exógenamente as perspectivas para as variáveis-chave da economia internacional, para a disponibilidade de crédito externo, e os valores de certos parâmetros estruturais da economia brasileira, que determinam a capacidade de poupança doméstica, cada hiato impõe uma taxa de crescimento máxima para o produto

interno. Supondo que todo o espaço para o crescimento seja aproveitado, o modelo seleciona para cada ano a menor das duas taxas, geralmente distintas. Este procedimento garante que ambas as restrições sejam respeitadas, embora, em geral, resulte em folga em uma ou outra restrição.

Formalmente, e de forma sucinta, a estrutura do modelo é a que se segue:

### I. Hiato de Divisas

A restrição externa ao crescimento impõe que o déficit em conta corrente do balanço de pagamentos seja financiado tanto pelo incremento da dívida líquida (novos empréstimos externos ou redução das reservas cambiais) quanto pelo investimento estrangeiro direto. Assim, tem-se que:

$$X - M - r D(-1) \geq D(-1) - D - I^* \quad (5)$$

onde  $X$  e  $M$  denotam as exportações e importações de bens e serviços não-fatores respectivamente,  $D$  o estoque da dívida externa líquida no fim do período,  $I^*$  o investimento estrangeiro líquido, e  $r$  a taxa de juros internacional.

Dado o peso do petróleo nas importações brasileiras, estas foram desagregadas em duas categorias, ou seja:

$$M = M_n + M_o \quad (6)$$

onde  $M_o$  e  $M_n$  referem-se, respectivamente, aos valores das importações de petróleo e não-petróleo.

A dinâmica das exportações e das importações não-petróleo pode ser representada por:

$$X = X(-1) ( 1 + e_x y_* + p_x ) \quad (7)$$

e

$$M_n = M_n(-1) ( 1 + e_n y + p_n ) \quad (8)$$

onde  $e_x$  e  $e_n$  denotam as respectivas elasticidades-renda,  $y_*$  a taxa de crescimento dos países industrializados,  $y$  a taxa de crescimento da economia brasileira, e  $p_x$  e  $p_n$  as variações dos preços internacionais das exportações e importações não-petróleo respectivamente.

As importações de petróleo são, por hipótese, residuais, obtidas deduzindo-se do consumo interno a produção doméstica, ou seja:

$$M_o = p_o ( C - Q ) \quad (9)$$

onde  $p_o$  denota o preço internacional,  $C$  o consumo interno, e  $Q$  a produção doméstica de petróleo.

O consumo interno de petróleo evolui de acordo com o crescimento da renda interna, ou seja:

$$C = C(-1)( 1 + e_o y ) \quad (10)$$

onde  $e_o$  representa a elasticidade-renda da demanda por petróleo.

Substituindo as equações (6) a (10) em (5), e resolvendo para  $y$ , obtem-se que:

$$y \leq \frac{X(-1)(1+e_x y_x + p_x) - M_n (-1)(1+p_n) - P_o [C(-1)-Q] + (d-r)D(-1) + I_x}{M_n (-1)e_n + P_o [C(-1) e_o]} \quad (11)$$

onde  $d$  representa a taxa de crescimento da dívida externa líquida.

Assim, fixados valores para as variáveis da economia internacional e para os parâmetros estruturais da economia brasileira, a taxa de crescimento máxima consistente com a restrição externa em cada período, resulta da expressão (11).

## II. Hiato de Poupança

A evolução do produto potencial da economia pode ser modelada através da equação:

$$Y_p = Y_p(-1) + k I \quad (12)$$

onde  $Y_p$  denota o produto potencial,  $I$  o investimento líquido e  $k$  o inverso da relação capital-produto.

O investimento líquido ex-post é igual à poupança total, subtraída da depreciação do estoque de capital, ou seja:

$$I = S_p + S_g + S_e - h Y_p (-1) \quad (13)$$

onde  $S_p$ ,  $S_g$  e  $S_e$  representam, respectivamente, as poupanças dos setores privado, público e externo, e  $h$  a taxa de depreciação.

A poupança do setor privado é decomposta, segundo a origem da renda interna, em salários e lucros, ou seja:

$$S_p = S_w + S_l \quad (14)$$

onde  $S_w$  e  $S_l$  denotam respectivamente as poupanças dos assalariados e dos empresários.

As poupanças dos assalariados e dos empresários são expressas como proporções fixas das respectivas rendas disponíveis, ou seja:

$$S_w = s_w f_w Y_d \quad (15)$$

e

$$S_l = s_l f_l Y_d \quad (16)$$

onde  $s_w$  e  $s_l$  indicam as propensões médias a poupar dos assalariados e empresários,  $f_w$  e  $f_l$  as parcelas dos salários e lucros na renda nacional e  $Y_d$  a renda disponível do setor privado.

A renda disponível do setor privado é obtida deduzindo-se da renda interna a renda líquida enviada para o exterior e os impostos auferidos pelo governo, ou seja:



$$Y_d = (1-t) Y - r D(-1) \quad (17)$$

onde  $t$  representa a carga tributária líquida.

Substituindo (17) em (15) e (16) e depois em (14), obtém-se para a poupança do setor privado a seguinte expressão:

$$S_p = s_p [(1-t).Y - r.D(-1)] \quad (18)$$

onde  $s_p = s_w .f_w + s_l .f_l$  indica a propensão média a poupar do setor privado.

A poupança do governo resulta da diferença entre as receitas e os gastos correntes, ou seja:

$$S_g = t Y - g Y \quad (19)$$

onde  $g$  denota a participação dos gastos do governo no PIB.

A poupança externa é, por definição, igual ao déficit em transações correntes do balanço de pagamentos, ou seja o déficit entre exportações e importações de bens e serviços não-fatores (transferência de recursos reais para o exterior) acrescido da renda líquida enviada para o exterior (juros da dívida externa). Assim, tem-se que:

$$S_e = M - X + r D(-1) \quad (20)$$

Substituindo (18), (19) e (20) em (13) obtém-se uma expressão para o produto potencial da economia, que é dada por:

$$Y_p = (1-hk) Y_p(-1) + k \{ [t + s_p (1-t) - g] Y + (1-s_p) rD(-1) + M - X \} \quad (21)$$

Uma vez que o produto da economia não pode exceder seu produto potencial tem-se que:

$$Y \leq Y_p \quad (22)$$

Substituindo a expressão (21) em (22) e resolvendo para  $y = [Y/Y(-1) - 1]$ , obtem-se um limite para a taxa de crescimento do produto em função da capacidade de poupança da economia, ou seja:

$$y \leq \frac{(1-hk)Y_p(-1) + k\{(1-s_p)rD(-1) + M_n(-1)(1-e_n + p_n) + P_o [C(-1)(1-e_o) - Q] - X\}}{Y(-1)\{1 - k[t + s_p(1-t) - g]\} - k [M_n(-1) e_n + P_o C(-1) e_o]} - 1 \quad (23)$$

Assim, conhecidos os valores do período anterior e o valor dos parâmetros estruturais da economia no período corrente, resulta da expressão (23) a taxa máxima de crescimento consistente com a restrição interna em cada período.

### III. Taxa de Crescimento

A taxa de crescimento do produto interno deve satisfazer simultaneamente as restrições (11) e (23). Supondo que o produto seja maximizado em cada período, tem-se que:

$$y = \min \{ y_{HD} , y_{HP} \} \quad (24)$$

onde  $y_{HD}$  e  $y_{HP}$  denotam os limites à taxa de crescimento impostos respectivamente pelo hiato de divisas e pelo hiato de poupança, ou seja as expressões do lado direito das restrições (11) e (23).

### 3. Cenários de Simulação

#### 3.1. O Cenário Internacional

A economia internacional atravessa hoje um período de instabilidade potencial talvez sem precedente no pós-guerra, gerada pela combinação de grandes desequilíbrios fiscal e externo na economia norte-americana. A possibilidade de correção relativamente rápida e não traumática desses desequilíbrios, que mantenha a economia mundial no caminho do crescimento sustentado, é hoje o maior fator de incerteza em qualquer exercício de prospectiva sobre a economia internacional.

A gênese dos déficits do orçamento federal e do balanço de pagamentos em conta corrente nos Estados Unidos é bem conhecida. O primeiro resulta da redução de impostos e aumento substancial de gastos militares, sem redução equivalente em outros programas federais, implementados nos primeiros anos da era Reagan. O déficit estrutural assim gerado foi realimentado pelo crescimento da dívida pública num contexto de altas taxas reais de juros.

O crescimento do déficit em conta corrente resultou, por sua vez, do impacto de alterações no mix monetário-fiscal, sobre o câmbio e o nível de atividades. Em um primeiro momento, entre 1980 e 1982, a brusca reorientação da política monetária efetuada pelo FED a partir de fins de 1979 na direção do controle rígido dos agregados monetários provocou rápido aumento das taxas reais de juros nos Estados Unidos e do diferencial entre Nova Iorque e os demais centros financeiros. O aumento da demanda internacional por ativos denominados em dólares daí resultante provocou o início do movimento de apreciação do dólar. Neste período, o estímulo fiscal ainda mostrou-se insuficiente para contrarrestar as pressões deflacionárias da acentuada alta de juros, e a depressão do nível de atividade impediu que a valorização da taxa de câmbio se traduzisse em pressões sobre a conta corrente que, de fato, volta a ser superavitária. Ao longo do segundo semestre de 1982, entretanto, reverteu-se a postura não acomodadora da política monetária norte-americana. Com a inflação sob controle, os claros sinais de recessão doméstica, a contração do comércio mundial e o nervosismo criado pela crise da dívida, levaram o FED a abandonar o controle rígido da oferta de moeda e promover rápida queda dos juros. Esta nova postura expansionista da política monetária, somada ao crescente estímulo fiscal, lançou a economia norte-americana em uma das mais vigorosas recuperações do pós-guerra. É a partir daí que se inicia o aumento explosivo do déficit em conta corrente. O crescimento acelerado da economia americana em relação a seus principais parceiros comerciais em condições de perda progressiva de competitividade internacional provocada pela contínua apreciação do dólar causou, naturalmente, o surgimento de gigantesco déficit comercial.

Os problemas de sustentabilidade da recuperação americana começaram a delinear-se com mais clareza ao longo de 1984. Em primeiro lugar, com a estabilização do déficit fiscal, o crescimento acelerado do déficit comercial passou a atuar como poderoso fator de perda de dinamismo da demanda agregada. A possibilidade de contrarrestar essas tendências recessivas com estímulos monetários à demanda doméstica era, entretanto, limitada pela necessidade de manter a confiança dos mercados financeiros na continuação de uma política anti-inflacionária centrada no controle do crescimento dos agregados monetários.

Em segundo lugar, crescia a preocupação com os efeitos de longo prazo dos déficits público e comercial. Em relação ao desequilíbrio fiscal, o fator preocupante era a rigidez que poderia ser introduzida pelo crescimento muito rápido da relação dívida pública/PIB. Em relação ao desequilíbrio externo, a preocupação era a de que o efeito cumulativo dos déficits em conta corrente significasse crescimento explosivo das obrigações internacionais líquidas dos Estados Unidos. Com efeito, um crescimento exponencial do volume da dívida externa norte-americana - que se somaria ao enorme volume de ativos denominados em dólar emitidos por devedores fora dos Estados Unidos - poderia vir a ter efeitos profundamente desestabilizadores sobre os mercados financeiros caso viesse a alimentar expectativas generalizadas de desvalorização rápida da moeda americana, como discutido mais abaixo.

Finalmente, mas não menos importante, os efeitos da apreciação aparentemente sem limites do dólar sobre a competitividade internacional de vários setores da economia americana começava a levar à exacerbação do sentimento protecionista.

Com o crescimento das pressões protecionistas e a difusão do diagnóstico da trajetória de instabilidade macroeconômica ao longo de 1984, a idéia de que eram necessárias ações rápidas nos fronts externo e fiscal começou a ganhar peso na administração Reagan, especialmente após a substituição de Reagan por Baker no Departamento do Tesouro. No terceiro trimestre de 1985, o governo americano iniciou um conjunto de ações coerentes com esse diagnóstico. O primeiro passo foi dado em agosto, quando o Executivo aceitou o congelamento, em termos reais, das despesas em defesa para 1986, e a redução de seu crescimento real de 5 para 3 por cento anuais a partir de 1987. Isto, justamente com a perspectiva de taxas de juros mais baixas poderia reduzir à metade o déficit corrente projetado para 1990. Em setembro, a reunião do G-5 no Hotel Plaza, em Nova Iorque, selou o compromisso de ação coordenada entre os principais bancos centrais visando criar as condições para o reajuste suave da paridade do dólar.

Os primeiros resultados do acordo do Plaza alimentaram expectativas otimistas quanto a possibilidade de efetiva coordenação de políticas macroeconômicas entre as grandes economias industriais. O dólar, que já iniciara em processo de ajuste antes de meados do ano, entrou em queda rápida mas controlada por intervenções oficiais. Paralelamente, a forte queda do preço internacional do petróleo, ao gerar expectativas de redução ainda maior das taxas de inflação na OECD, permitiu que se iniciasse um movimento de cortes solidários das taxas nominais de juros nos principais centros financeiros.

Ao longo do primeiro semestre de 1986, entretanto, ficou cada vez mais claro que o objetivo maior da diplomacia econômica norte-americana na reunião do Plaza - o de subordinar a condução das políticas monetária e fiscal dos países do G-5 aos objetivos da estabilidade econômica internacional - não fora

alcançado. O acordo sobre o importante objetivo de realinhamento da paridade do dólar foi conseguido com o uso de argumentos convincentes sobre as consequências da visível exacerbação do protecionismo nos Estados Unidos. Todavia, este era um objetivo de resultados limitados, pois mesmo a restauração da paridade cambial do início da década não seria capaz de restaurar o equilíbrio em conta corrente. De fato, a perda de competitividade resultante da apreciação do dólar explica apenas um terço da deterioração verificada no saldo em conta corrente dos Estados Unidos entre 1981 e 1985. Dos restantes dois terços, nada menos do que a metade pode ser atribuído ao diferencial positivo entre as taxas de crescimento da demanda nos Estados Unidos e em seus grandes parceiros comerciais, o terço restante sendo explicado mais ou menos igualmente pela queda de exportações para os países em desenvolvimento e pelo declínio da receita líquida de juros causada pela redução da posição credora (OECD (1986), pp. 21-22). Neste quadro, não restaram dúvidas de que a extensão e a velocidade do ajuste externo norte-americano dependem crucialmente da reversão do diferencial de crescimento verificado desde 1983 entre os Estados Unidos e seus grandes parceiros comerciais da Europa e o Japão, bem como, subsidiariamente da melhora das condições de financiamento externo e, portanto, de crescimento, para os grandes devedores.

Do acordo do Plaza, entretanto, não resultou nenhuma alteração fundamental do mix de políticas macroeconômicas, como necessário para a correção desses desequilíbrios fundamentais. Por um lado, em que pese a aparente intenção americana de reduzir o desequilíbrio fiscal a médio prazo, os resultados do ano fiscal de 1986 ainda indicam um déficit recorde, da ordem de 221 bilhões de dólares, e o impacto da nova reforma fiscal aprovada em fins do ano passado é incerto. Por outro lado, países-chave como Alemanha e Japão não

abandonaram suas posturas conservadoras quanto às políticas monetárias e fiscal, evitando comprometer-se como medidas de maior estímulo á demanda doméstica, como seria necessário para acelerar o ajuste externo norte-americano a sustentar o crescimento do comércio mundial. O ano passado é, com efeito, marcado pelas dificuldades das autoridades norte-americanas em conseguir promover alterações nas políticas de gerência de demanda na Alemanha e no Japão pela via de persuasão e pelo fracasso da tentativa de institucionalizar um foro de surveillance e compatibilização de políticas macroeconômicas dos principais países no âmbito do Fundo Monetário Internacional.

A pouca receptividade dessas iniciativas norte-americanas acabou por moldar uma estratégia alternativa não-cooperativa, de relativa passividade diante da queda do dólar que acabou por mostrar-se um elemento de pressão eficaz. Dada a importância das exportações como elemento de demanda nas economias alemã e japonesa, o efeito depressivo da apreciação de suas moedas é substancial. Além disso, a necessidade de intervenção no mercado de câmbio por parte do Bundesbank e do Banco do Japão para contrarrestar a apreciação de suas moedas, coloca pressões constantes para expansão da oferta monetária. Isto é ainda mais grave no caso da Alemanha, que enfrenta o problema adicional de gerência da paridade do marco dentro da "serpente" européia.

Em fins do ano passado, essa estratégia americana de relativa passividade diante da queda do dólar obteve um importante resultado com o chamado acordo Baker-Myiazawa pelo qual o governo japonês comprometeu-se a reduzir a taxa oficial de desconto e implementar um pacote de novos investimentos públicos, contra a promessa americana de cooperar para a estabilização do iene em relação ao dólar. A nova estratégia americana envolve, entretanto, riscos não desprezíveis, pois amplia o elemento de incerteza quanto



á velocidade de depreciação do dólar em uma quadra caracterizada por nervosismo mais do que normal no mercado financeiro internacional. Deve ser notado que, como os portadores de ativos em dólar estão sujeitos a risco cambial - i.e., a rentabilidade ex-post desses ativos depende não só das taxas de juros sobre estes papéis, mas das variações da taxa nominal do dólar em relação á moeda relevante para o investidor - a demanda por estes ativos é sensível á expectativas sobre o curso futuro do dólar.

E' verdade que os investidores estrangeiros vêm mantendo o fluxo de 12 bilhões de dólares mensais de dinheiro novo necessários para equilibrar o déficit em conta corrente dos EUA. Mas dificilmente a experiência de 1986 pode ser considerada relevante para compreender o comportamento dos mercados de câmbio no futuro. Já é ponto não controverso que mesmo a desvalorização sofrida pelo dólar em relação ás moedas européias e o iene desde o pico atingido no início de 1985 não é suficiente para reequilibrar a conta corrente dos Estados Unidos. Projeções recentes feitas pelo Institute for International Economics (Marris (1986), p. 5) mostram que, mantida a taxa efetiva do dólar vigente em fins de 1986, juros estáveis, e crescimento de 3 por cento anual das economias da OECD - em linha com os Estados Unidos - o déficit em conta corrente somente cai dos 140 bilhões de dólares de 1986 para 80 bilhões em 1988 e retorna a mais de 100 bilhões em 1990, quando a dívida externa americana terá atingido 700 bilhões de dólares. A manter-se indefinidamente esse desequilíbrio projetado na conta corrente, poder-se-ia, naturalmente, chegar a uma situação em que os investidores estrangeiros não estariam dispostos a seguir aumentando suas posições em ativos denominados em dólar na velocidade requerida para o financiamento do excesso de demanda nos Estados Unidos. Caso isto viesse a ocorrer, as pressões de demanda no mercado financeiro norte-americano levariam

a alta das taxas de juros, que restauraria o equilíbrio às custas de queda do dispêndio privado e redução do ritmo de crescimento.

Em resumo, em um horizonte de 12 a 18 meses, o elemento crucial para a estabilidade do dólar - e, indiretamente, do crescimento da economia mundial - será a percepção dos agentes quanto ao sucesso ou fracasso dos esforços de coordenação de políticas macroeconômicas que permitam reverter o hiato de crescimento entre os Estados Unidos e o resto da OECD. Isto dependerá, por sua vez, da definição de políticas de médio prazo que possibilitem antever a redução do estímulo fiscal nos Estados Unidos, compensado em seu efeito recessivo por políticas fiscais mais expansionistas na Europa e no Japão, secundadas por políticas monetárias acomodadoras que visem a queda solidária das taxas de juros nos principais centros financeiros permitida pela queda das necessidades de financiamento do governo federal americano. A probabilidade de que os principais países do G-5 articulem um compromisso neste sentido parece haver aumentado após o recente encontro de Paris. Entretanto, mantidas as políticas atuais, aumentará progressivamente o potencial de desequilíbrio global. Com efeito, na ausência de compromissos com claros a maior coordenação de políticas macroeconômicas entre as grandes economias industriais, a passagem do tempo aumenta as chances de súbita perda de confiança no dólar que, como discutido acima, resultaria em maiores taxas de juros e queda do crescimento da economia mundial.

A análise precedente permite, portanto, projetar dois conjuntos de cenários alternativos. O primeiro desses dois grupos de cenários, a que chamamos Cenários de Estabilidade Internacional a Longo Prazo, ocorre se, em um horizonte de um a dois anos, um adequado elenco de medidas coordenadas de política econômica nas três ou cinco maiores economias industriais começa a

reverter os atuais desequilíbrios. Neste cenário, estabilizam-se as taxas de câmbio do dólar em relação às principais moedas a níveis próximos dos atuais, a redução do déficit do governo federal americano permite reverter as expectativas de pressões sobre as taxas de juros, e a coordenação de políticas monetárias nos principais centros financeiros leva a progressiva redução das taxas de juros reais a níveis próximos a 3%. Esta queda dos juros reais somada a pequeno grau de redeflação fiscal na Alemanha e no Japão, contrarrestam os efeitos recessivos da contração do estímulo fiscal nos Estados Unidos, sustentando o crescimento agregado da OECD em torno de 3%. Os preços do petróleo estabilizam-se aos níveis atuais em termos reais, refletindo o novo acordo conseguido pela OPEC. O crescimento moderado, estabilidade da paridade efetiva do dólar e dos preços do petróleo mantêm baixas as pressões inflacionárias nas principais economias da OECD. Uma variante, reconhecidamente otimista mas adotada para efeitos de simulação na segunda parte deste trabalho é a sustentação do crescimento da OECD a taxas mais elevadas, da ordem de 4% ao ano. Estas duas variantes dos Cenários de Estabilidade Internacional de Longo Prazo correspondem aos cenários "realista" e "otimista" em que são feitas as simulações do comportamento de longo prazo da economia brasileira na sub-seção 4.1.

O conjunto de cenários alternativos pressupõe choques exógenos de alguma violência no curto prazo. O primeiro, que chamaremos de Cenário de Choque Financeiro, ocorre na hipótese de ruptura de confiança dos mercados financeiros em relação à possibilidade de reequilíbrio da posição externa americana a paridades do dólar próximas das atuais. Isto, como discutido acima, pode gerar pressões para elevação rápida da taxa de juros nos Estados Unidos. Neste cenário, o efeito conjunto da alta de juros e aumento das incertezas

sobre o ritmo de investimento na OECD teria efeito fortemente depressivo sobre o crescimento do nível de atividade nos países industriais e do comércio internacional.

Uma outra possibilidade não descartável de instabilidade futura do entorno internacional - e totalmente independente da questão da gerência macroeconômica nas economias centrais - está associada à ocorrência de um acirramento das hostilidades entre o Irã e o Iraque. A tranquilidade recentemente reconquistada pela OPEC em bases aparentemente sólidas, resulta de ações articuladas pelos sauditas - com o apoio informal de outros grandes produtores como México e Noruega - com vistas a assegurar a redução de pressões de oferta para evitar a desagregação competitiva e consequente queda de preços que ameaçava o cartel antes de fins de 1985. Entretanto, enquanto perdurarem as hostilidades entre os grandes países do Golfo Pérsico, dificilmente pode-se descartar a possibilidade de súbitas pressões altistas sobre o preço do petróleo. Assim, embora seja impossível determinar a probabilidade com que isto ocorra, decidiu-se simular também um segundo cenário de choque, associado a um subitâneo mas temporário aumento do preço do petróleo para níveis máximos próximos de US\$25 por barril em 1988, retornando gradualmente aos níveis atuais no fim da década.

O impacto destes cenários de choque sobre o crescimento brasileiro é analisado na sub-seção 4.2.

### 3.2. Perspectivas Domésticas

Como discutido na Introdução deste trabalho, para um dado cenário da economia internacional e da evolução da disponibilidade de crédito externo, que determinam a restrição de divisas, qualquer análise da influência da atual restrição externa sobre o desempenho futuro da economia brasileira deve considerar também a influência das transferências reais de recursos associadas ao serviço da dívida, sobre o potencial de crescimento da economia.

A análise prospectiva da severidade da restrição de poupança requer que, a par dos cenários internacionais, se trace cenários alternativos da evolução dos determinantes da poupança doméstica a médio e longo prazo. Para isto é interessante que se faça uma breve revisão da evolução do processo de formação de capital e seu financiamento no passado recente, e que se discutam os rumos possíveis das políticas tributária e salarial, determinantes fundamentais da capacidade de poupança doméstica, como discutido na Seção 2.

A evolução da taxa de investimento da economia brasileira apresenta três fases distintas no período que vai de 1970 a 1984, último ano para o qual dispõe-se de estatísticas oficiais, como se pode ver na Tabela 1, no Apêndice. Na primeira metade da década de setenta, que inclui o período do "milagre econômico", a taxa de investimento é ascendente, passando de 20.5% do PIB em 1970 para 26.8% do PIB em 1975. Com a desaceleração do crescimento após 1975, em resposta ao primeiro choque do petróleo, a taxa de investimento sofre ligeiro declínio. No entanto, os projetos de substituição de importações do PND II sustentam a taxa de investimento no patamar de 22% do PIB até o início dos anos oitenta. A terceira fase tem origem no processo de ajuste à crise da dívida externa de 1982. O corte dos investimentos públicos e a recessão de 1983 reduziram a taxa de investimento para a faixa atual de 16% do PIB, modificando sensivelmente as perspectivas de crescimento a médio prazo da economia brasileira.

A Tabela 1 apresenta também o financiamento da formação de capital neste mesmo período, distinguindo os componentes de poupança doméstica e externa. A poupança doméstica apresentou certa estabilidade no período, mas sua composição mudou significativamente. A poupança pública declinou continuamente desde os níveis elevados dos primeiros anos da década passada, quando o governo contribuía de forma substancial para a poupança doméstica, agravando-se este processo a partir de 1982, quando a poupança em conta corrente do governo tornou-se negativa. Diversos fatores contribuíram para a deterioração gradual das contas públicas, destacando-se a queda da receita de impostos diretos e indiretos e o aumento das transferências para o setor privado.

O aumento da poupança privada, que no conceito das Contas Nacionais inclui as empresas estatais, compensou parcialmente a queda da poupança do governo propriamente dito. No início da década de setenta, a poupança privada representava cerca de 14-15% do PIB, subindo para cerca de 18% na segunda metade da década de setenta, e superando os 20% do PIB no início da década de oitenta. Não existem indicadores oficiais para uma avaliação da evolução da poupança do setor privado propriamente dito, o que excluiria as empresas estatais. No entanto, existem fortes indícios de que a poupança deste segmento aumentou em função da concentração funcional da renda. Estatísticas das Contas Nacionais, indicam que a parcela de salários na renda variou de 40 % em 1970 a 37 % em 1980.

A amplitude das flutuações na poupança externa foi maior do que a da poupança doméstica. Até 1982 a economia brasileira absorvia recursos reais do exterior. Com a interrupção do fluxo de empréstimos externos voluntários após 1982, tornou-se necessário gerar volumosos superávits comerciais para cumprir os pagamentos de juros da dívida externa. Assim, de uma transferência líquida

de recursos ao Brasil que chegou a atingir um pico de 5.9% do PIB em 1974, passou-se a uma situação em que o saldo das exportações líquidas de bens e serviços não-fatores chegou a representar uma transferência positiva de recursos reais ao exterior da ordem de 5.6% do PIB em 1984, antes de declinar recentemente. E', portanto, mais ou menos evidente que o retorno sustentado às taxas históricas de crescimento econômico sem aporte de recursos externos comparável ao da última década exigirá considerável esforço de aumento da poupança doméstica.

A experiência dos primeiros anos do regime democrático revelou, entretanto, que a política econômica ainda enfrenta grandes dificuldades para a definição de um projeto de longo prazo. Embora desde a publicação do primeiro Plano Nacional de Desenvolvimento da Nova República o governo tenha se comprometido com metas arrojadas de cunho social, que implicariam substancial aumento do gasto corrente do setor público e, com o anúncio do Plano de Metas em meados do ano passado, manifestasse a intenção de lançar as bases para o retorno ao crescimento sustentado, o aumento do consumo agregado às taxas recentes não é compatível com o esforço de acumulação de capital requerido pela meta de crescimento. No segundo semestre do ano, o crescimento voltou a enfrentar restrições impostas pela disponibilidade de divisas. No momento atual pode-se dizer que tanto o Plano de Metas quanto o Plano Social estão paralizados, aguardando redefinição ou redimensionamento. Todavia, a relativa clareza com que atualmente se delineiam as opções de política doméstica permite traçar três cenários plausíveis de ação governamental com distintas implicações para a evolução da capacidade de poupança doméstica. A ocorrência de um ou outro desses cenários dependerá, basicamente, da evolução da correlação de forças entre os diversos setores politicamente representados, ao longo do processo de transição.

O primeiro cenário de política doméstica - que chamaremos de Manutenção do Status-Quo - replica as condições atuais quanto aos determinantes da capacidade de poupança interna e apenas incorpora algumas modificações estruturais que já podem ser vislumbradas para o ano de 1987. No restante do horizonte de planejamento mantêm-se os valores dos parâmetros alcançados em 1987. Assim, os gastos do governo estabilizam-se em 7.5% do PIB, após ligeiro declínio em relação ao ano de 1986. Os impostos (líquidos) ficam em 7.0% do PIB, o que representa um aumento de 10% em relação ao ano de 1986. A participação dos salários na renda permanece no nível de 36% alcançado em 1987, refletindo uma queda do salário real médio de cerca de 5% em relação ao ano de 1986. A baixa eficiência do investimento, observada na primeira metade da década de oitenta, perpetua-se até o ano 2000. Embora a conjunção destas hipóteses pessimistas num horizonte tão longo seja pouco provável, este cenário indica as perspectivas de crescimento da economia brasileira a longo prazo com a manutenção dos parâmetros básicos em seus valores atuais. A timidez e a morosidade com as quais as reformas estruturais, que viabilizariam a retomada de uma trajetória de crescimento auto-sustentado, vem sendo tratadas não permitem descartar integralmente este cenário.

O segundo cenário, denominado Reedição do 'Milagre Econômico', simula os efeitos da recuperação da poupança pública, através de um aumento da carga fiscal que permita retomar uma taxa de investimento comparável àquela experimentada pela economia brasileira em meados da década de setenta. Supõe-se que, com uma abrangente reforma fiscal, a receita de impostos do governo possa ser elevada gradualmente até atingir 13.0% do PIB em 1990, o que se aproxima da média observada no período 1974/80. Com a retomada vigorosa dos investimentos admite-se também a longo prazo uma queda da relação capital/produto. Todas as



demais variáveis, inclusive a distribuição funcional da renda mantem-se inalteradas em relação ao cenário anterior. Pode-se conjecturar sobre a plausibilidade deste cenário notando que, independentemente de decisão autônoma, o governo brasileiro será pressionado pela ortodoxia internacional durante o processo de renegociação da dívida a caminhar neste direção.

A este cenário de cunho mais ortodoxo, contrapõem-se as crescentes pressões sindicais e da opinião pública em geral que poderão empurrar o governo na direção de políticas salariais mais redistributivas e da adoção de um programa social de mais longo alcance. O terceiro cenário deste estudo, denominado Opção Social, pretende exatamente avaliar o impacto em termos de crescimento e as alternativas de reforma fiscal que viabilizariam políticas deste tipo. Diferentemente dos dois cenários anteriores, que pressupõem gastos do governo e a distribuição funcional da renda estabilizados nos níveis alcançados em 1987 e, apesar do retrocesso distributivo que se prenuncia para o futuro próximo com o fracasso do Plano Cruzado, este cenário admite a hipótese de que o governo pratique, a partir de 1988, uma política gradualista de aumento de participação dos salários na renda nacional, que vise recompor os níveis atingidos no início dos anos setenta. Além disso, o governo engaja-se efetivamente em uma política de gastos sociais de longo alcance. Assim, este cenário simula o impacto de uma elevação gradual de 36% para 40% da participação dos salários na renda e de um aumento do gasto corrente igual a 2,0% do PIB à razão de 0.5% ao ano até 1990. A reforma fiscal introduzida neste cenário seria ainda mais abrangente do que a do segundo cenário, elevando a receita do governo para 16% do PIB em 1990, o que representa a taxa máxima observada nos primeiros anos da década de setenta.

#### 4. Resultado das Simulações

Nesta seção analisa-se a perspectiva de crescimento da economia brasileira sob os diferentes cenários descritos acima, com o auxílio do modelo descrito na Seção 2.

Na sub-seção 4.1, discutem-se as perspectivas de longo prazo. Todos os cenários domésticos são avaliados sob as duas variantes - realista e otimista - dos Cenários de Estabilidade Internacional a Longo Prazo, definidos na seção precedente.

No que diz respeito à disponibilidade de crédito externo, o cenário realista não reflete perspectivas otimistas quanto à possibilidade de que o Brasil recomponha a posição de tomador de empréstimos voluntários dos bancos privados, perdida em 1982, no horizonte de simulação. A evolução temporal da dívida líquida projetada no cenário básico é compatível com uma situação em que novos empréstimos e financiamentos provêm, basicamente, de agências multilaterais e fontes oficiais, mantendo-se aproximadamente constante em termos reais a posição devedora do Brasil em relação a estes credores, com recuperação lenta do nível de reservas cambiais. No cenário otimista, por outro lado, supõe-se um modesto aumento dos empréstimos externos em relação ao cenário realista.

Deve-se notar que, em ambos os cenários, o spread pago sobre a dívida bancária cai ao longo do tempo, refletindo as negociações anuais de rolagem das amortizações da dívida bancária à taxa de 1.125% sobre a Libor, como já acordado com os bancos credores.

O comportamento dos preços-chave para a evolução da posição externa brasileira também é relativamente estável. O preço do petróleo, como discutido acima, estabiliza-se aos níveis atuais, projetando-se um crescimento que reflita apenas a manutenção do valor real do barril em relação aos preços por atacado nos Estados Unidos. A manutenção da inflação americana aos níveis correntes é compatível com o crescimento moderado das economias industriais, estabilidade do dólar e dos preços do petróleo. Supõe-se que os preços das importações brasileiras, exclusive petróleo, flutuem em linha com a inflação americana, o que pressupõe leve recuperação dos preços internacionais de matérias primas e manufaturas em relação ao nível deprimido do passado recente.

Finalmente, o preço das exportações reflete a volatibilidade do preço dos produtos primários e semi-manufaturados - que somam cerca de metade das exportações brasileiras - em relação a flutuações nos níveis de atividade e de inflação nos países centrais, variações na taxa de câmbio efetiva do dólar e, em menor grau, mudanças nas taxas internacionais de juros. Supõe-se, portanto, que a grande depreciação recente do dólar e a sustentação do crescimento da OECD deva reverter o comportamento desfavorável dos últimos anos, projetando-se um crescimento da ordem de 3% já em 1987. A verificação desta previsão depende, entretanto, da não ocorrência de choques de oferta em algum dos produtos agrícolas exportados em larga escala pelo Brasil. A partir de 1987, mantém-se o crescimento, sustentado pelo aumento da demanda da OECD em um contexto de estabilidade de taxas de câmbio e de juros.

Na sub-seção 4.2, analisa-se o impacto dos cenários internacionais desfavoráveis: o Choque Financeiro e o Choque do Petróleo. No cenário de choque financeiro, uma alta súbita da Libor - que, para efeito de simulação supõe-se atingir 12% em 1988, retornando gradualmente a partir daí aos níveis do cenário

básico em 1990 - refletiria reações associadas à perda de confiança na estabilidade futura do dólar por parte dos investidores estrangeiros e consequente dificuldade de financiamento do excesso de dispêndio nos Estados Unidos, como discutido acima. O cenário de choque do petróleo simula situação, temporária mas crítica, em que uma escalada das hostilidades no Golfo Pérsico possa, novamente, desestabilizar os mercados.

As flutuações bruscas de juros e preços do petróleo, supostas nos cenários de choque, têm influência indireta sobre outros parâmetros exógenos básicos do modelo. O efeito dos aumentos rápidos de taxas de juros no preço do petróleo é o de reduzir, temporária mas substancialmente, o crescimento das economias industriais - algo em torno de 1 a 1,5% ao ano em relação ao cenário básico - nos anos críticos dos choques, findos os quais essas economias retornariam lentamente ao padrão de crescimento dos cenários de longo prazo. Os efeitos sobre o comportamento dos preços ex-petróleo é diferente em cada caso. No caso do choque do petróleo há uma aceleração temporária dos preços por atacado nos Estados Unidos e dos preços de importações, superior em cerca de 2% aos números dos cenários de longo prazo. Quanto aos preços de exportação, supõe-se que os efeitos recessivos da alta dos preços no choque financeiro provoca queda temporária dos preços, enquanto que, no cenário de choque do petróleo, os efeitos recessivos sobre a demanda da OECD entre 1988 e 1990 são compensados pelo aumento da inflação nos países industriais.

A invariância da Libor em relação ao choque do petróleo reflete a combinação de efeitos temporários sobre os juros nominais, resultantes da maior inflação e menor crescimento da OECD, que tendem a se anular.

Finalmente, cabe notar que, nos dois cenários de choque, mantém-se a hipótese de que a disponibilidade de crédito externo é limitada como na variante "realista" dos cenários de longo prazo.

As Tabelas 2 e 3 apresentam um resumo da evolução prevista dos parâmetros internos e das variáveis externas, respectivamente, nos cenários alternativos de longo prazo.

#### 4.1. A Restrição Externa e o Crescimento de Longo Prazo

A Tabela 4 apresenta as taxas de crescimento do PIB projetadas até o ano 2000 sob todas as variantes dos cenários domésticos e internacionais de longo prazo. Em relação ao cenário de Manutenção do Status-Quo, verifica-se que, em ambos os cenários internacionais, o desempenho a longo prazo não difere muito da modesta performance da economia brasileira no período 1980/86, quando a taxa média de crescimento ficou em 3,6% a.a.. Conforme se observa na tabela, no cenário internacional realista a recuperação do crescimento econômico, que segue a desaceleração projetada para o ano de 1987 sob todos os cenários, termina em 1990 quando o PIB cresce 6,7%. A partir deste ano, verifica-se forte desaceleração do crescimento. No restante da década de noventa a taxa de expansão da economia estabiliza-se pouco acima de 4% a.a..

A Figura 1, também no Apêndice, ilustra a atuação das restrições interna e externa ao crescimento. Nota-se que até o ano de 1991 domina a restrição de divisas. No período 1988-91 a economia cresce aproveitando a capacidade ociosa gerada em 1987 e o modesto aumento da capacidade instalada propiciado pelos baixos investimentos do período recente. A plena utilização da capacidade instalada é atingida em 1992. A partir de então o crescimento da economia passa a ser limitado pela capacidade produtiva.

A baixa taxa de crescimento da economia no longo prazo pode ser melhor explicada através da Tabela 5, que detalha a formação de capital. O aumento da receita e a redução dos gastos reduzem a despoupança do governo de 1,9% para 0,5% do PIB após 1987. A elevação da taxa de poupança, em função da redistribuição da renda em detrimento dos salários, aumentam a poupança privada, que passa de 19,7% para 21% do PIB ao longo do horizonte de projeção. Neste quadro a poupança nacional, que incorpora as poupanças pública e privada, recupera-se levemente, atingindo 20% no fim da década e 20,5% no final do século. Embora estes níveis da taxa de poupança doméstica sejam comparáveis aos valores observados ao longo da década de setenta, a maior transferência de recursos reais para o exterior implica, em contraste com a década de setenta, uma substancial redução nos recursos disponíveis para financiar o investimento. Em consequência, a taxa de investimento, após ligeira recuperação inicial, reduz-se continuamente até níveis pouco acima de 18% do PIB, o que é nitidamente insuficiente para sustentar o crescimento da economia às taxas históricas.

As contas externas da economia, projetadas neste cenário, encontram-se na Tabela 6. As exportações como proporção do PIB, após alcançarem 9,2% em 1987, estabilizam-se num patamar de 8,5% até o final do horizonte de projeção. As importações, também medidas como proporção do PIB, crescem para 5,6% em 1987, declinando posteriormente para a marca dos 5,2%. As rendas de capitais passam de 4,3% do PIB em 1986 para 3,1% do PIB em 1990, mas ao longo da década de noventa verifica-se uma queda vertiginosa nas despesas com juros, na medida em que a economia passa a operar com folga na restrição externa e reduz-se a dívida líquida.

Neste cenário pessimista acerca do comportamento das variáveis internas torna-se relevante analisar o efeito de uma expansão mais vigorosa do setor externo. Os resultados obtidos para o crescimento do produto interno sob o cenário internacional otimista encontram-se também na Tabela 4. Conclui-se que a melhoria do setor externo não afeta sensivelmente o fraco comportamento de longo prazo exibido pela economia brasileira neste quadro tão adverso com relação à recuperação da poupança doméstica. Ao contrário, verifica-se que o aproveitamento a curto prazo de todo o espaço aberto para o crescimento pela folga na restrição externa poderia representar - pelo impacto negativo do aumento das transferências reais ao exterior sobre o crescimento da capacidade produtiva - algum sacrifício do crescimento futuro. Neste cenário, entretanto, a melhora da posição externa permite que a dívida externa líquida seja eliminada na segunda metade dos anos noventa.

A Tabela 4 apresenta as taxas de crescimento do PIB no cenário de reedição do 'Milagre Econômico'. Sob o cenário internacional realista a economia cresce restrita pela capacidade de geração de divisas durante todo o horizonte de projeção como ilustrado na Figura 2. Numa fase inicial, que dura até 1993, o crescimento se acelera, refletindo a ligeira melhora do entorno internacional incorporado ao cenário realista até este ano. A partir de 1993, ao estabilizarem-se as taxas de juros e o crescimento da OECD, estabiliza-se também o crescimento da economia a taxas ligeiramente decrescentes mas ainda bem superiores as do cenário de Manutenção do Status-quo.

Conforme se observa nas Tabela 7, a taxa de investimento neste cenário recupera-se fortemente até o final da década de oitenta e gradualmente ao longo da década de noventa. Partindo de 20,9% do PIB em 1987, atinge 25,0% do PIB em 1990 e 25,2% do PIB no ano 2000. O governo volta a contribuir

significativamente para a formação da poupança doméstica. O saldo da conta corrente do governo passa do equilíbrio em 1987 para um superávit de 5,5% do PIB a partir de 1990. A poupança privada cai ligeiramente em decorrência do aumento da carga tributária líquida, estabilizando-se em torno de 19,1% do PIB a partir de 1990. A poupança nacional atinge 25,0% do PIB, o que representa aproximadamente o nível observado, em média, nos anos setenta. Em contraste, porém, com o período do governo militar a poupança doméstica financia uma transferência positiva de recursos reais para o exterior. Esta, entretanto, declina continuamente como proporção do produto doméstico, atingindo menos de 1% do PIB no fim do século.

Neste cenário de crescimento doméstico mais acelerado, as exportações representam uma parcela decrescente do PIB, enquanto as importações mantêm-se estáveis, também medidas como proporção do PIB. No longo prazo as exportações caem para 7,1% do PIB e as importações estabilizam-se no patamar de 5,5% do PIB. De acordo com a Tabela 8 o saldo da conta corrente do balanço de pagamentos é negativo ao longo de todo o período. A dívida externa líquida aumenta moderadamente em termos nominais até o final do horizonte de simulação. Em termos reais a dívida externa cai de 35,6% do PIB no final de 1986 para apenas 11,3% do PIB no ano 2000.

É importante notar que neste cenário, o retorno à trajetória de crescimento histórico da economia, de 7,0% a.a., não depende exclusivamente da reprodução do padrão histórico de poupança doméstica. Condições mais favoráveis da economia internacional constituem um indispensável complemento para a reprodução da performance de crescimento. Ao longo da década de setenta a economia brasileira experimentou, concomitantemente com o aumento da capacidade produtiva, uma forte expansão das exportações e uma folgada disponibilidade de



empréstimos externos a taxas de juros reais negativas. As condições menos favoráveis para a evolução da economia internacional, que foram incorporadas ao cenário internacional realista, contribuem para que o crescimento do PIB a taxas próximas de 10,0%, projetado para o início da década de noventa, não se sustente a longo prazo.

Os resultados obtidos com o cenário internacional otimista, sob as mesmas hipóteses para as variáveis internas, encontram-se resumidos na Tabela 4. Eles sublinham a observação feita no parágrafo anterior, assim como a importância do esforço de recuperação da capacidade de poupança doméstica no caso de uma improvável mas não impossível melhora do cenário econômico internacional em relação ao cenário realista. Nestas condições, após um período de recuperação restrita, em ambos os cenários, pelo balanço de pagamentos, a economia teria seu crescimento limitado pela capacidade produtiva entre 1993 e 1996, quando mais pronunciada é a melhora simulada da conjuntura internacional. A partir de 1997 volta a manifestar-se a restrição de divisas e reduz-se novamente o ritmo de crescimento. O nível médio das taxas de crescimento entre 1993 e o fim do século - superior a 7% ao ano - seria, todavia, bastante superior ao verificado no cenário internacional realista, no mesmo período. A análise deste cenário ilustra o fato de que somente a conjunção de condições externas e internas favoráveis permitiria a reprodução integral do crescimento econômico acelerado verificado nos anos setenta.

Cabe, finalmente, analisar as projeções na hipótese do cenário de Opção Social. A Tabela 4 apresenta também as projeções para o crescimento do PIB nestas condições. Verifica-se que sob o cenário internacional realista a taxa de crescimento do PIB estabiliza-se de forma sustentada em 5,9% a.a. a partir de meados da década de noventa, o que representa performance superior a

do cenário de Reedição do Milagre Econômico sob condições comparáveis de desempenho da economia internacional. Conforme se observa na Figura 3, a economia opera a partir de 1993 a plena capacidade. A capacidade instalada ainda cresce, porém, a uma taxa inferior àquela projetada no cenário de Reedição do 'Milagre', devido à redução da taxa de investimento.

A Tabela 9 detalha a formação de capital e seu financiamento neste cenário. Observa-se que a taxa de investimento da economia estabiliza em torno de 23,3% do PIB no final da década de noventa. Esta queda em relação aos 25,2% do PIB projetados no segundo cenário pode ser explicada pela redução da poupança privada. A redistribuição da renda em favor dos assalariados, que têm uma menor propensão a poupar, tem um custo em termos da recuperação da taxa de poupança nacional. A poupança privada cai de 20,1% do PIB em 1987 para menos de 17,5% do PIB no início da década de noventa. Assim, apesar da suposta recuperação da poupança do governo para 5,7% do PIB, ou seja para o mesmo nível do cenário do 'Milagre', a taxa de poupança nacional atinge no longo prazo apenas 23,4% do PIB, em contraste com 25,0% do PIB neste segundo caso. Conclui-se, entretanto, que, nas condições mais prováveis de evolução da conjuntura internacional, as políticas distributivistas do Cenário de Opção Social não comprometem a performance de crescimento da economia, se acompanhadas de apropriada recomposição da carga tributária líquida.

No que tange às contas externas da economia, observa-se na Tabela 10 que a dívida externa líquida cresce em termos nominais segundo as possibilidades de endividamento até 1993. A partir de 1993 a dívida externa líquida cai, na medida em que a capacidade de produção interna passa a restringir o crescimento e surge folga na restrição de divisas. As exportações, medidas como proporção do PIB, declinam ao longo da década de noventa, passando

de 8,9% do PIB em 1990 para 7,2% do PIB no ano 2000. As importações estabilizam-se em torno de 5,5% do PIB, praticamente o mesmo nível projetado para 1987. Com as quedas das taxas de juros e do spread projetadas no cenário internacional realista para o final da década de oitenta e a redução da dívida externa a partir do fim da primeira metade da década de noventa, o saldo em conta corrente do balanço de pagamentos torna-se positivo a partir de 1993 e a transferência de recursos ao exterior cai monotonicamente até 1% do PIB no ano 2000, como se vê na Tabela 9.

E'conveniente analisar aqui os resultados obtidos com algumas variantes deste cenário no que tange á política fiscal. A primeira variante consistiria em supor que o aumento do gasto social não fosse compensado por um aumento da receita do governo, através de uma reforma fiscal ainda mais abrangente. Supondo que os impostos (líquidos) ficassem nos 13,0% do PIB do cenário de Reedição do 'Milagre', o crescimento do PIB tenderia no longo prazo para a taxa de 5,0% ao ano. A segunda variante consistiria em supor que a reforma fiscal apenas contemplasse um aumento da receita do governo equivalente ao incremento do gasto social. Neste caso os impostos (líquidos) aumentariam de 8,0% do PIB em 1987 para apenas 10,0% do PIB em 1990. Com o aumento da receita pública compensando exclusivamente o aumento dos gastos do governo, obtem-se, em função da menor poupança privada, uma taxa de crescimento do PIB no longo prazo ainda inferior áquela projetada no cenário de Manutenção do Status-Quo, da ordem de 3,8% ao ano.

#### 4.2. Efeitos de Choques de Curto Prazo

A Tabela 11 apresenta a evolução prevista para as variáveis externas nos cenários de Choque Financeiro e do Petróleo. A diferença entre o comportamento da dívida externa líquida entre o cenário realista de longo prazo e os cenários de choque reflete hipóteses diferentes sobre a variação das reservas internacionais durante o período crítico dos efeitos dos choques (1988 a 1990). No caso mais severo, do choque financeiro, como discutido abaixo, as reservas são totalmente perdidas em 1988 e permanecem baixas até 1990.

As Tabelas 12 a 13 ilustram os efeitos dos choques de curto prazo sobre a economia brasileira. O efeito básico de ambos os choques é a rápida piora da posição externa e brusca redução das possibilidades de crescimento e/ou perda de reservas. No cenário de choque dos preços do petróleo, a sustentação da taxa de crescimento doméstico a níveis entre 2 e 3% até o fim da década - vale dizer, 3 a 4% ao ano abaixo das taxas de crescimento do cenário de estabilidade do entorno internacional - implica em redução de reservas a níveis de US\$ 2 bilhões de dólares em 1988 e 1989, somente retornando-se aos níveis atuais de reservas ao longo de 1990.

A situação é ainda muito mais dramática no cenário de choque financeiro. Neste caso, a contração da capacidade de importar gerada pela alta dos encargos da dívida e queda da receita de exportações em relação ao cenário de estabilidade provoca violenta recessão - uma queda de produto da ordem de 4,8% - e perda total de reservas em 1988, estagnação sem recuperação de reservas em 1989, e a possibilidade de ter que restringir o crescimento a menos de 4% ao ano para permitir alguma recomposição de reservas em 1990. Em um cenário como esse é forçoso concluir que, sem o aporte de dinheiro novo adicional, a suspensão de pagamentos da dívida seria inevitável e, tratando-se de problema sistêmico, não somente no Brasil.

## 5. Conclusões

O aspecto mais interessante das simulações realizadas com o modelo de consistência macroeconômica apresentado neste trabalho talvez seja o que elas revelam sobre a extensão e o timing de operação das restrições de divisas e de capacidade que poderá vir a sofrer a economia brasileira num horizonte de longo prazo.

Como discutido na sub-seção 4.1, na ausência de novos empréstimos além do aporte previsto de organismos oficiais, a economia deverá crescer modestamente em 1987, recuperando-se até o fim da década, mas sempre restrita pela disponibilidade de divisas. O ritmo de recuperação no futuro próximo dependerá crucialmente, portanto, da evolução da conjuntura internacional e da decisão política sobre a velocidade de recomposição das reservas, hoje anormalmente baixas.

A extensão do horizonte de análise para os anos noventa revela, entretanto, que sob cenários relativamente estáveis de evolução da economia internacional, o crescimento brasileiro poderá ser restringido pela capacidade de acumulação de capital. Com efeito, mantidos os níveis correntes de poupança doméstica como proporção do produto, o crescimento econômico deverá ser restrito a níveis pouco acima da metade da taxa histórica de crescimento já desde o início da próxima década. Por outro lado, embora um aumento de poupança doméstica da ordem de 5 a 6% do PIB - que poderia ser conseguido, ceteris paribus, com a recuperação da carga tributária líquida a níveis de meados dos anos setenta - permitisse a geração de capacidade produtiva de modo a sustentar

o crescimento do produto a níveis próximos da taxa histórica, a menos de melhoras improváveis das condições internacionais, o crescimento deve continuar a ser restrito pelo balanço de pagamentos durante a próxima década. Neste cenário - que ilustra com clareza a diferença crucial de graus de liberdade dos policy-makers do período da ditadura militar e do novo regime - o dinamismo das economias centrais, o nível das taxas internacionais de juros ou a disponibilidade de crédito externo voltam a ser determinantes fundamentais do crescimento econômico brasileiro.

O exercício aqui realizado permite também avaliar a viabilidade de políticas domésticas que se coadunem com as atuais expectativas de ampliação e melhora de qualidade dos serviços públicos básicos e de elevação do padrão de vida da população de baixa renda. Verificou-se que taxas de crescimento próximas a 6% ao ano podem ser sustentadas paralelamente à recuperação da queda da participação dos salários na renda nacional ocorrida nos últimos anos e ao financiamento não inflacionário de um aumento de gastos sociais da ordem de 2% do PIB, se estas políticas distributivas forem acompanhadas de uma reforma fiscal que eleve a carga tributária líquida a níveis do início da década passada.

Ainda no contexto da análise do problema de sustentação do crescimento a longo prazo, é interessante notar que nos dois cenários em que se simulam aumentos de poupança doméstica, que permitam sustentar taxas razoáveis de crescimento econômico, a transferência líquida de recursos ao exterior cai monotonicamente a partir dos níveis atuais, da ordem de 3% do PIB, já sendo inferior a 2.5% do PIB em 1991. Estes resultados parecem demonstrar a irrelevância, para a performance de crescimento a longo prazo em cenários de relativa estabilidade do entorno externo, de conseguir-se a limitação das

transferências a um teto de 2.5% do PIB - um objetivo básico da posição negociadora brasileira apresentada aos credores em abril último - caso sejam feitas as reformas necessárias á recomposição da capacidade de acumulação doméstica. A mais curto prazo, entretanto, a redução no pagamento de juros ou amortizações ou o aporte de dinheiro novo seria interessante não por seu impacto sobre a capacidade de investimento doméstico, mas do ponto de vista da restrição de divisas, permitindo maior espaço para o crescimento e mais rápida recomposição de reservas.

E' interessante notar que a vulnerabilidade externa da economia, medida pela relação dívida/exportações cai continuamente sob todos os cenários domésticos, mesmo sob condições internacionais "realistas", como ilustrado na Figura 4. Até 1993 há redução substancial da relação para níveis considerados normais - em torno de 2.5 - sob todos os cenários. Isto reflete a exogeneidade das exportações no modelo, aliada ao fato de que, neste período a economia cresce restrita pelo balanço de pagamentos em qualquer cenário e, portanto, endivida-se á taxa máxima definida pela disponibilidade de crédito externo, também fixada exogenamente. Após 1993, enquanto no cenário de Reedição do Milagre Econômico, a economia segue crescendo restrita pela disponibilidade de divisas, nos outros dois cenários, a restrição do crescimento pelo limite da capacidade instalada permite a geração de maiores saldos comerciais e a redução da dívida líquida.

Finalmente, cabe ressaltar que a análise do impacto de eventuais choques exógenos de curto prazo ilustra a aguda vulnerabilidade atual da economia brasileira em relação á evolução desfavorável do entorno internacional. Em particular, pode-se constatar que uma possível crise de confiança do dólar, que eleve rapidamente o nível das taxas internacionais de

Juros, teria efeito devastador sobre o crescimento. O que se conclui, entretanto, é que eventos com repercussão sistêmica como esse certamente provocariam inadimplemento generalizado dos devedores, aumentando significativamente a probabilidade de que os governos dos países credores venham a articular uma solução institucional mais abrangente para o problema da dívida.

#### References

Marris, S. (1986). Deficits and the Dollar: The World Economy is Still at Risk. International Trade and Delaware Lecture Series, University of Delaware, mimeo, pp. 4-5.

OECD (1986). United States. OECD Economic Surveys, p. 21.



Apêndice: Tabelas e Figuras

Tabela 1  
FORMAÇÃO DE CAPITAL  
(% PIB)

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1979	MÉDIA	MÉDIA	PRESENCIAS
																	80/84	80/84	1985
INVESTIMENTO BRUTO	20.5	21.1	21.1	23.2	25.4	26.8	23.0	22.0	22.5	22.5	22.4	22.3	20.2	15.7	15.5	22.8	19.4	19.4	18.5
POUPANÇA INTERNA	1.3	2.6	2.5	2.1	6.7	5.4	3.9	2.3	3.5	4.7	5.3	4.4	6.1	3.3	-0.0	3.5	3.3	3.3	9.1
BENEF. INT. EXTERIOR	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	1.4	1.5	1.6	2.3	2.7	3.1	4.0	5.4	5.7	5.6	1.4	4.3	4.3	5.4
TRANSF. REC. EXTERNS	-0.4	-1.7	-1.6	-1.2	-5.9	-4.0	-2.4	-0.7	-1.2	-2.1	-2.2	-0.4	-0.7	2.4	3.6	-2.1	0.3	0.3	5.2
POUPANÇA NACIONAL	19.2	19.5	18.6	21.1	18.7	21.5	19.1	19.7	19.1	19.8	17.1	17.9	14.1	12.0	15.6	19.3	15.7	15.7	13.4
PÚBLICA	5.5	5.9	5.8	6.0	4.5	3.9	4.3	3.9	3.4	3.3	3.1	3.1	-0.4	-1.4	-2.2	4.3	-0.5	-0.5	6.3
CARGA FISC. PÚBL.	15.7	16.1	16.7	16.9	16.5	15.3	15.0	14.9	13.6	12.7	11.1	11.4	11.5	3.8	6.2	15.3	10.0	10.0	6.4
OUTRAS REC. PÚBL. LIQ.	1.1	0.8	-0.2	-0.2	-2.2	-0.8	-0.2	-1.6	-1.5	-0.6	-1.0	-1.1	-1.3	-1.5	-0.7	-0.5	-1.1	-1.1	n.d.
CONSUMO FINAL	11.3	11.0	10.7	10.4	9.7	10.6	10.5	9.4	9.7	9.8	9.0	9.2	10.5	9.6	8.2	10.3	9.3	9.3	n.d.
PRIVADA	13.8	12.6	12.8	14.8	14.2	17.6	14.8	15.8	16.7	15.5	16.0	16.8	14.5	13.7	19.4	14.8	16.1	16.1	n.d.

Fonte: Contas Nacionais do Brasil

Tabela 2

VARIÁVELS	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
<b>CEMARIO</b>															
<b>DOMESTICO</b>															
ELASTICIDADE DA DEMANDA	-2.680	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500
MILAGE	-2.680	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500
SOCIAL	-2.680	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500
<b>ELASTICIDADE DA DEMANDA</b>															
MILAGE	0.800	1.000	1.000	1.100	1.100	1.070	1.030	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
SOCIAL	0.800	1.000	1.000	1.100	1.100	1.070	1.030	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
<b>ELASTICIDADE DA DEMANDA</b>															
MILAGE	3.100	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
SOCIAL	3.100	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
<b>PRODUCAO DOMESTICA</b>															
MILAGE	610	637	740	780	810	888	966	1044	1122	1200	1260	1320	1380	1440	1500
SOCIAL	610	637	740	780	810	888	966	1044	1122	1200	1260	1320	1380	1440	1500
<b>RELAÇÃO PRODUTO</b>															
MILAGE	0.270	0.270	0.270	0.270	0.270	0.270	0.270	0.270	0.270	0.270	0.270	0.270	0.270	0.270	0.270
SOCIAL	0.270	0.286	0.286	0.286	0.285	0.286	0.285	0.286	0.286	0.286	0.286	0.286	0.286	0.286	0.286
<b>GASTOS DO GOVERNO</b>															
MILAGE	8.30%	7.50%	7.50%	7.50%	7.50%	7.50%	7.50%	7.50%	7.50%	7.50%	7.50%	7.50%	7.50%	7.50%	7.50%
SOCIAL	8.30%	8.80%	9.30%	9.80%	10.30%	10.30%	10.30%	10.30%	10.30%	10.30%	10.30%	10.30%	10.30%	10.30%	10.30%
<b>PROPORÇÃO A POUPAR</b>															
MILAGE	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
SOCIAL	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>PROPORÇÃO A POUPAR</b>															
MILAGE	35.50%	35.50%	35.50%	35.50%	35.50%	35.50%	35.50%	35.50%	35.50%	35.50%	35.50%	35.50%	35.50%	35.50%	35.50%
SOCIAL	35.50%	35.50%	35.50%	35.50%	35.50%	35.50%	35.50%	35.50%	35.50%	35.50%	35.50%	35.50%	35.50%	35.50%	35.50%
<b>PROPORÇÃO DO SALARIO</b>															
MILAGE	38.00%	36.00%	36.00%	36.00%	36.00%	36.00%	36.00%	36.00%	36.00%	36.00%	36.00%	36.00%	36.00%	36.00%	36.00%
SOCIAL	38.00%	36.00%	37.00%	38.00%	39.00%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%
<b>RECEITA DO GOVERNO</b>															
MILAGE	6.40%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%
SOCIAL	6.40%	7.50%	9.00%	11.00%	13.00%	13.00%	13.00%	13.00%	13.00%	13.00%	13.00%	13.00%	13.00%	13.00%	13.00%
<b>PROPORÇÃO DO PIB</b>															
MILAGE	6.40%	8.00%	10.00%	13.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%

Tabela 3

VARIÁVEIS	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	2000
<b>CEMTEIO INTERNIC.</b>															
TAXA DE INFLAÇÃO	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
ÍNDICE AMERICANA	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
TAXA DE CRESCIMENTO DA	2.7%	2.2%	1.5%	1.3%	1.2%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
DÉBITO EXTERNA LÍQUIDA	2.7%	2.2%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
<b>TAXA DE JUROS INTERNACIONAL</b>															
REALISTA	8.0%	6.5%	7.0%	7.5%	7.5%	7.2%	7.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
OTIMISTA	8.0%	6.5%	7.0%	7.5%	7.5%	7.2%	7.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
<b>TAXA DE CRESCIMENTO DA</b>															
REALISTA	2.7%	2.7%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
OTIMISTA	2.7%	2.7%	3.0%	3.2%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
<b>VARIACAO DOS PRECOS</b>															
REALISTA	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
OTIMISTA	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
<b>INVESTIMENTO DIRETO</b>															
REALISTA	-100	0	100	200	275	350	400	450	500	550	600	650	700	750	800
OTIMISTA	-100	0	100	200	275	350	400	450	500	550	600	650	700	750	800
<b>VARIACAO DOS PRECOS</b>															
REALISTA	-5.7%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
OTIMISTA	-5.7%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
<b>TAXA DE RISCO</b>															
REALISTA	2.1%	1.9%	1.7%	1.5%	1.4%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
OTIMISTA	2.1%	1.9%	1.7%	1.5%	1.4%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
<b>PRECO DO BARRIL DE</b>															
REALISTA	12.6	18.0	18.6	19.1	19.7	20.3	20.9	21.5	22.2	22.8	23.5	24.2	24.9	25.7	26.5
OTIMISTA	12.6	18.0	18.6	19.1	19.7	20.3	20.9	21.5	22.2	22.8	23.5	24.2	24.9	25.7	26.5

Tabela 4  
 QUADRO RESUMO

TAXAS DE CRESCIMENTO DO PIB  
 (%)

CENÁRIO	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
DOMESTICO															
INTERNACIONAL															
REALISTA	8.3	2.3	5.2	5.1	6.7	8.9	5.0	4.5	4.5	4.4	4.4	4.3	4.2	4.2	4.1
OTIMISTA	8.3	2.3	5.2	6.2	8.0	7.1	4.6	4.4	4.3	4.2	4.1	4.0	3.9	3.8	3.6
MILAGRE															
REALISTA	8.3	2.3	5.2	5.1	6.7	8.9	7.6	9.9	6.6	6.4	5.8	5.6	5.5	5.4	5.2
OTIMISTA	8.3	2.3	5.2	6.2	8.0	10.1	8.8	10.0	7.2	7.2	7.2	6.5	6.3	6.2	6.1
SOCIAL															
REALISTA	8.3	2.3	5.2	5.1	6.7	8.9	7.6	7.9	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9	6.0
OTIMISTA	8.3	2.3	5.2	6.2	8.0	10.1	6.7	5.8	5.8	5.7	5.7	5.7	5.6	5.6	5.5

**Tabela 5**  
**FORMACAO DE CAPITAL E UTILIZACAO DE CAPACIDADE**  
 ( 1985 US\$ BILHOES)

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
INVESTIMENTO BRUTO	45.2	50.5	52.6	55.2	59.0	64.4	57.0	68.8	71.1	73.5	76.0	78.5	81.0	83.6	86.1
POUPANCA EXTERNA	2.6	1.8	1.3	1.2	1.2	1.2	0.4	-1.1	-2.0	-3.1	-4.1	-5.1	-6.4	-7.7	-9.1
RENTA LIQ. EXTERIOR	10.3	8.9	9.1	9.2	8.9	8.4	8.1	7.1	6.8	6.3	5.8	5.2	4.6	3.8	3.0
TRANSF. REC. REAIS	7.7	7.1	7.7	7.9	7.7	7.2	7.7	8.2	8.8	9.4	9.9	10.4	10.9	11.5	12.1
POUPANCA NACIONAL	42.5	48.6	51.3	54.0	57.8	63.2	66.6	69.9	73.1	76.5	80.0	83.6	87.4	91.3	95.3
PUBLICA	-4.6	-1.2	-1.3	-1.4	-1.4	-1.6	-1.7	-1.7	-1.8	-1.9	-2.0	-2.1	-2.1	-2.2	-2.3
PRIVADA	47.2	49.9	52.6	55.3	59.2	64.8	68.2	71.6	74.9	78.4	82.0	85.7	89.5	93.5	97.5
PIB EFETIVO	240.1	245.6	258.5	271.7	289.8	315.6	331.5	346.5	362.0	377.9	394.3	411.2	428.7	445.6	455.1
GRAU DE UTILIZACAO	0.84	0.83	0.84	0.84	0.86	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90

**FORMACAO DE CAPITAL E UTILIZACAO DE CAPACIDADE**  
 (% PIB)

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
INVESTIMENTO BRUTO	18.3	20.5	20.3	20.3	20.3	20.4	20.2	19.8	19.6	19.4	19.3	19.1	18.9	18.7	18.5
POUPANCA EXTERNA	1.1	0.7	0.5	0.5	0.4	0.4	0.1	-0.3	-0.6	-0.8	-1.0	-1.3	-1.5	-1.7	-2.0
RENTA LIQ. EXTERIOR	4.3	3.6	3.5	3.4	3.1	2.7	2.4	2.1	1.9	1.7	1.5	1.3	1.1	0.9	0.6
TRANSF. REC. REAIS	3.2	2.9	3.0	2.9	2.7	2.3	2.3	2.4	2.4	2.5	2.5	2.5	2.6	2.6	2.6
POUPANCA NACIONAL	17.8	19.8	19.8	19.9	19.9	20.0	20.1	20.2	20.2	20.2	20.3	20.3	20.4	20.4	20.5
PUBLICA	-1.9	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5
PRIVADA	19.7	20.3	20.3	20.4	20.4	20.5	20.6	20.7	20.7	20.7	20.8	20.8	20.9	20.9	21.0

Tabela 6

## BALANÇO DE PAGAMENTOS E DÍVIDA EXTERNA

(US\$ BILHOES)

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
EXPORTAÇÕES	22.4	24.0	25.8	27.7	29.8	32.0	34.4	37.3	39.8	42.9	46.0	49.4	52.1	57.1	61.4
IMPORTAÇÕES	12.8	14.6	15.3	16.6	18.5	20.7	22.1	23.5	25.0	26.7	28.5	30.6	32.9	35.1	37.6
BALANÇO COMERCIAL	9.6	9.4	10.4	11.1	11.3	11.3	12.3	13.8	14.7	16.1	17.4	18.8	19.3	22.0	23.7
RENTA DE CAPITALIS	10.6	9.4	9.9	10.3	10.3	10.0	9.3	9.0	8.8	8.5	8.1	7.5	6.7	5.8	4.6
OUTROS SERVIÇOS	1.7	1.9	2.0	2.2	2.4	2.7	2.9	3.1	3.3	3.5	3.7	4.0	4.3	4.6	4.9
CONTA CORRENTE	-2.7	-1.9	-1.4	-1.4	-1.4	-1.4	-0.5	1.4	2.7	4.1	5.6	7.3	9.2	11.6	14.2
INVESTIMENTOS	-0.1	0.0	0.1	0.2	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8	0.8
EMPRÉSTIMOS	2.8	1.9	1.2	1.0	0.8	0.7	-0.3	-2.3	-3.7	-5.2	-6.8	-8.6	-10.7	-13.1	-15.9
DÍVIDA LÍQUIDA	88.0	90.0	91.3	92.5	93.6	94.3	94.8	92.9	89.8	85.1	78.9	70.9	50.9	49.5	33.5

## BALANÇO DE PAGAMENTOS E DÍVIDA EXTERNA

(% PIB)

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
EXPORTAÇÕES	9.1	9.2	9.1	9.1	8.9	8.5	8.4	3.4	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4	8.5
IMPORTAÇÕES	5.2	5.6	5.4	5.4	5.5	5.5	5.4	5.4	5.3	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2
BALANÇO COMERCIAL	3.9	3.6	3.7	3.6	3.4	3.0	3.0	3.1	3.1	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.3
RENTA DE CAPITALIS	4.3	3.6	3.5	3.4	3.1	2.7	2.4	2.1	1.9	1.7	1.5	1.3	1.1	0.9	0.6
OUTROS SERVIÇOS	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
CONTA CORRENTE	-1.1	-0.7	-0.5	-0.5	-0.4	-0.4	-0.1	0.3	0.6	0.8	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
INVESTIMENTOS	-0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
EMPRÉSTIMOS	1.1	0.7	0.4	0.3	0.2	0.2	-0.1	-0.5	-0.8	-1.0	-1.2	-1.5	-1.7	-1.9	-2.2
DÍVIDA LÍQUIDA	35.6	34.5	32.3	30.3	27.9	25.1	23.2	21.2	19.0	16.8	14.5	12.1	10.1	7.2	4.6

Tabela 7

FORMACAO DE CAPITAL E UTILIZACAO DE CAPACIDADE  
( 1985 US\$ BILHOES )

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
INVESTIMENTO BRUTO	45.2	51.4	56.6	63.6	72.4	79.0	85.1	93.8	100.0	106.5	112.7	119.1	125.5	132.4	139.4
POUPANCA EXTERNA	2.6	1.8	1.3	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2
BENDA LIQ. EXTERIOR	10.3	8.9	9.1	9.2	8.9	8.4	8.1	7.2	7.0	6.9	6.8	6.6	6.5	6.4	6.2
TRANSF. REC. BBAIS	7.7	7.1	7.7	7.9	7.7	7.2	7.0	6.1	5.9	5.8	5.6	5.5	5.3	5.2	5.1
POUPANCA NACIONAL	42.8	49.6	55.3	62.4	71.2	77.8	84.0	92.7	98.3	105.3	111.5	117.3	124.5	131.2	139.2
PUBLICA	-4.6	0.0	3.9	9.5	15.9	17.4	18.7	20.5	21.3	22.3	24.6	26.0	27.4	28.9	30.4
PRIVADA	47.2	49.6	51.4	52.9	55.3	60.5	65.3	72.2	77.0	82.1	86.9	91.9	97.1	102.4	107.3
PIB EFETIVO	240.1	245.6	258.5	271.7	289.3	315.6	339.7	373.3	397.3	423.1	447.5	472.6	498.6	525.0	552.7
SEAO DE UTILIZACAO	0.84	0.82	0.82	0.82	0.82	0.84	0.85	0.87	0.87	0.86	0.86	0.85	0.84	0.83	0.82

53

FORMACAO DE CAPITAL E UTILIZACAO DE CAPACIDADE  
( % PIB )

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
INVESTIMENTO BRUTO	18.8	20.9	21.9	23.4	25.0	25.0	25.0	25.1	25.1	25.2	25.2	25.2	25.2	25.2	25.2
POUPANCA EXTERNA	1.1	0.7	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
BENDA LIQ. EXTERIOR	4.3	3.6	3.5	3.4	3.1	2.7	2.4	1.9	1.8	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
TRANSF. REC. BBAIS	3.2	2.9	3.0	2.9	2.7	2.3	2.1	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9
POUPANCA NACIONAL	17.8	20.2	21.4	23.0	24.6	24.7	24.7	24.8	24.9	24.9	24.9	24.9	25.0	25.0	25.0
PUBLICA	-1.9	0.0	1.5	3.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5
PRIVADA	19.7	20.2	19.9	19.5	19.1	19.2	19.2	19.3	19.4	19.4	19.4	19.4	19.5	19.5	19.5

53



**TABELA 0**  
**BALANÇO DE PAGAMENTOS E DÍVIDA EXTERNA**  
**(US\$ BILHÕES)**

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
EXPORTAÇÕES	22.4	24.0	25.8	27.7	29.8	32.0	34.4	37.0	39.8	42.8	46.0	49.4	52.1	57.1	51.4
IMPORTAÇÕES	12.8	14.6	15.3	16.6	18.5	20.7	22.9	25.9	28.4	31.0	33.8	36.8	40.1	43.6	47.3
BALANÇO COMERCIAL	9.6	9.4	10.4	11.1	11.3	11.3	11.5	11.0	11.4	11.8	12.2	12.6	12.0	13.5	14.1
RENTA DE CAPITALS	10.6	9.4	9.9	10.3	10.3	10.0	9.9	9.1	9.2	9.3	9.4	9.4	9.5	9.6	9.7
OUTROS SERVIÇOS	1.7	1.9	2.0	2.2	2.4	2.7	3.0	3.4	3.7	4.0	4.4	4.8	5.2	5.7	6.0
CONTA CORRENTE	-2.7	-1.9	-1.4	-1.4	-1.4	-1.4	-1.3	-1.4	-1.5	-1.5	-1.5	-1.6	-1.7	-1.8	-1.9
INVESTIMENTOS	-0.1	0.0	0.1	0.2	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8	0.9
EMPRESTIMOS	2.8	1.9	1.2	1.0	0.8	0.7	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2
DÍVIDA LÍQUIDA	88.0	90.0	91.3	92.5	93.6	94.6	95.6	96.5	97.5	98.5	99.5	100.5	101.5	102.5	103.5

**BALANÇO DE PAGAMENTOS E DÍVIDA EXTERNA**  
**(% PIB)**

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
EXPORTAÇÕES	9.1	9.2	9.1	9.1	8.9	8.5	8.2	7.8	7.7	7.5	7.4	7.3	7.3	7.2	7.1
IMPORTAÇÕES	5.2	5.6	5.4	5.4	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.4	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5
BALANÇO COMERCIAL	3.9	3.6	3.7	3.6	3.4	3.0	2.8	2.3	2.2	2.1	2.0	1.9	1.9	1.7	1.6
RENTA DE CAPITALS	4.3	3.6	3.5	3.4	3.1	2.7	2.4	1.9	1.8	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
OUTROS SERVIÇOS	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
CONTA CORRENTE	-1.1	-0.7	-0.6	-0.5	-0.4	-0.4	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
INVESTIMENTOS	-0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
EMPRESTIMOS	1.1	0.7	0.4	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
DÍVIDA LÍQUIDA	35.6	34.5	32.3	30.3	27.9	25.1	22.9	20.4	18.8	17.3	16.1	14.3	12.9	12.3	12.0

Tabela 9

## FORMACAO DE CAPITAL E UTILIZACAO DE CAPACIDADE

em 1985 US\$ BILHOES)

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
INVESTIMENTO BRUTO	45.2	49.2	53.1	59.9	68.5	73.8	79.5	85.5	90.4	95.5	101.2	107.3	113.8	120.7	123.2
POUPANCA EXTERNA	2.6	1.8	1.3	1.2	1.2	1.2	1.1	0.6	0.3	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.3	0.1
BENDA LIQ. EXTERIOR	10.3	8.9	9.1	9.2	8.9	8.4	8.1	7.2	7.0	5.8	6.5	6.2	5.1	5.6	5.6
TRANSF. REC. BEAIS	7.7	7.1	7.7	5.9	7.7	7.2	7.0	5.6	6.7	5.7	6.6	6.4	5.2	5.9	5.5
POUPANCA NACIONAL	42.6	47.4	51.8	58.7	67.3	72.7	78.4	84.9	90.1	95.5	101.3	107.4	113.9	120.8	123.1
PUBLICA	-4.6	-2.0	1.8	3.7	15.5	18.0	19.4	20.9	22.1	23.4	24.8	26.3	27.8	29.5	31.2
PRIVADA	47.2	49.3	50.0	50.0	50.8	54.7	59.1	64.0	67.9	72.1	76.5	81.1	86.1	91.2	96.8
PIB EFETIVO	240.1	245.6	258.5	271.7	289.8	315.6	339.7	366.4	388.1	410.9	425.2	460.9	438.2	517.1	547.3
GRAU DE UTILIZACAO	0.84	0.83	0.83	0.83	0.84	0.87	0.88	0.90	0.90	0.90	0.93	0.90	0.90	0.97	0.90

FORMACAO DE CAPITAL E UTILIZACAO DE CAPACIDADE  
( % PIB )

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
INVESTIMENTO BRUTO	18.8	20.0	20.6	22.1	23.6	23.4	23.4	23.3	23.3	23.2	23.2	23.3	23.3	23.3	23.4
POUPANCA EXTERNA	1.1	0.7	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3	0.2	0.1	0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	0.0
BENDA LIQ. EXTERIOR	4.3	3.6	3.5	3.4	3.1	2.7	2.4	2.0	1.8	1.6	1.5	1.4	1.2	1.1	1.0
TRANSF. REC. BEAIS	3.2	2.9	3.0	2.9	2.7	2.3	2.1	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3	1.1	1.0
POUPANCA NACIONAL	17.8	19.3	20.0	21.6	23.2	23.0	23.1	23.2	23.2	23.2	23.3	23.3	23.3	23.4	23.4
PUBLICA	-1.9	-0.8	0.7	3.2	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7
PRIVADA	19.7	20.1	19.3	18.4	17.5	17.3	17.4	17.5	17.5	17.5	17.5	17.6	17.6	17.7	17.7

## Tabela 10

BALANÇO DE PAGAMENTOS E DÍVIDA EXTERNA  
(US\$ BILHÕES)

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1999	2000
EXPORTAÇÕES	22.4	24.0	25.8	27.7	29.8	32.0	34.4	37.0	39.8	42.8	46.0	49.4	53.1	61.4
IMPORTAÇÕES	12.8	14.6	15.3	16.6	18.5	20.7	22.9	25.3	27.5	29.8	32.6	35.6	33.0	46.8
BALANÇA COMERCIAL	9.6	9.4	10.4	11.1	11.3	11.3	11.6	11.7	12.3	12.9	13.4	13.8	14.1	14.6
RENTA DE CAPITAIS	10.5	9.4	9.9	10.3	10.3	10.0	9.9	9.1	9.1	9.1	9.0	9.0	8.9	8.8
OUTROS SERVIÇOS	1.7	1.9	2.0	2.2	2.4	2.7	3.0	3.3	3.6	3.9	4.2	4.5	5.1	6.1
CONTA CORRENTE	-2.7	-1.9	-1.4	-1.4	-1.4	-1.4	-1.3	-0.7	-0.4	-0.0	0.1	0.2	0.2	-0.2
INVESTIMENTOS	-0.1	0.0	0.1	0.2	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7	0.3
EMPRESTIMOS	2.8	1.9	1.2	1.0	0.8	0.7	0.5	-0.2	-0.6	-1.1	-1.2	-1.5	-1.6	-1.4
DÍVIDA LÍQUIDA	88.0	90.0	91.3	92.5	93.6	94.5	95.5	95.8	95.7	95.2	94.5	93.7	92.3	91.5

BALANÇO DE PAGAMENTOS E DÍVIDA EXTERNA  
(% PIB)

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1999	2000
EXPORTAÇÕES	9.1	9.2	9.1	9.1	8.9	8.5	8.2	8.0	7.9	7.7	7.6	7.5	7.4	7.2
IMPORTAÇÕES	5.2	5.6	5.4	5.4	5.5	5.3	5.5	5.5	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4	5.5
BALANÇA COMERCIAL	3.9	3.6	3.7	3.6	3.4	3.0	2.8	2.5	2.4	2.3	2.2	2.1	2.0	1.7
RENTA DE CAPITAIS	4.3	3.6	3.5	3.4	3.1	2.7	2.4	2.0	1.8	1.6	1.5	1.4	1.3	1.0
OUTROS SERVIÇOS	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
CONTA CORRENTE	-1.1	-0.7	-0.5	-0.5	-0.4	-0.4	-0.3	-0.2	-0.1	-0.0	0.0	0.0	0.0	-0.0
INVESTIMENTOS	-0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
EMPRESTIMOS	1.1	0.7	0.4	0.3	0.2	0.2	0.1	-0.0	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
DÍVIDA LÍQUIDA	35.6	34.5	32.3	30.3	27.9	25.1	22.9	20.6	18.9	17.2	15.7	14.3	13.0	10.7



Tabela 12  
Choque Financeiro

BALANÇO DE PAGAMENTOS E DÍVIDA EXTERNA  
(US\$ BILHÕES)

	1986	1987	1988	1989	1990
EXPORTAÇÕES	22.4	24.0	24.7	26.2	28.0
IMPORTAÇÕES	12.8	14.6	12.4	13.5	14.5
BALANÇA COMERCIAL	9.6	9.4	11.3	12.7	13.4
RENTA DE CAPITAIS	10.6	9.4	14.4	12.1	10.7
OUTROS SERVIÇOS	1.7	1.9	1.7	1.8	1.9
CONTA CORRENTE	-2.7	-1.0	-4.9	-1.1	0.9
INVESTIMENTOS	-0.1	0.0	0.1	0.2	0.3
EMPRESTIMOS	2.8	1.9	4.7	0.7	-1.4
DÍVIDA LÍQUIDA	88.0	90.0	94.7	95.7	94.5

FORMAÇÃO DE CAPITAL E UTILIZAÇÃO DE CAPACIDADE  
(1985 US\$ BILHÕES)

	1986	1987	1988	1989	1990
INVESTIMENTO BRUTO	45.2	48.2	48.4	47.2	49.5
POUPANÇA EXTERNA	2.6	1.8	4.5	1.0	-0.8
RENTA LIQ. EXTERIOR	10.3	8.9	13.0	10.8	7.2
TRANSF. REC. BEALS	7.7	7.1	3.7	9.5	11.0
POUPANÇA NACIONAL	42.6	46.4	43.6	46.2	50.4
PÚBLICA	-4.6	-3.2	-0.7	2.8	3.6
PRIVADA	47.2	49.6	44.6	43.4	46.8
DESEQUILÍBRIO	240.1	245.6	222.9	233.5	242.1
FORMAÇÃO DE UTILIZAÇÃO	0.84	0.80	1.75	0.79	1.73

BALANÇO DE PAGAMENTOS E DÍVIDA EXTERNA  
(% PIB)

	1986	1987	1988	1989	1990
EXPORTAÇÕES	9.1	9.2	9.7	10.0	9.3
IMPORTAÇÕES	5.2	5.6	5.3	5.1	5.2
BALANÇA COMERCIAL	3.9	3.6	4.4	4.8	4.8
RENTA DE CAPITAIS	4.3	3.6	5.6	4.5	3.8
OUTROS SERVIÇOS	0.7	0.2	0.7	0.7	0.7
CONTA CORRENTE	-1.1	-0.7	-1.0	-0.4	0.3
INVESTIMENTOS	-0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
EMPRESTIMOS	1.1	0.7	1.8	0.3	-0.5
DÍVIDA LÍQUIDA	35.6	34.5	37.1	35.4	32.5

FORMAÇÃO DE CAPITAL E UTILIZAÇÃO DE CAPACIDADE  
(% PIB)

	1986	1987	1988	1989	1990
INVESTIMENTO BRUTO	18.8	19.6	20.7	20.2	20.4
POUPANÇA EXTERNA	1.1	0.7	1.9	0.4	-0.3
RENTA LIQ. EXTERIOR	4.3	3.6	5.6	4.6	3.8
TRANSF. REC. BEALS	3.2	2.9	3.7	4.2	4.1
POUPANÇA NACIONAL	17.8	18.3	18.8	19.8	20.7
PÚBLICA	-1.9	-1.0	-0.3	1.2	2.7
PRIVADA	19.7	20.2	19.1	18.6	18.0

Tabela 13  
Choque do PetróleoBALANÇO DE PAGAMENTOS E DÍVIDA EXTERNA  
(US\$ BILHÕES)

	1986	1987	1988	1989	1990
EXPORTAÇÕES	22.4	24.0	25.6	27.7	30.1
IMPORTAÇÕES	12.8	14.6	16.0	16.5	16.8
BALANÇA COMERCIAL	9.6	9.4	9.2	11.2	13.3
RENTA DE CAPITAIS	10.6	3.4	9.9	10.5	10.6
OUTROS SERVIÇOS	1.7	1.9	2.1	2.1	2.2
CONTA CORRENTE	-2.7	-1.9	-2.8	-1.4	0.7
INVESTIMENTOS	-0.1	0.0	0.1	0.2	0.3
EMPRESTIMOS	2.8	1.9	2.6	1.6	1.2
DÍVIDA LÍQUIDA	38.0	30.0	32.7	30.3	32.9

FORMAÇÃO DE CAPITAL E UTILIZAÇÃO DE CAPACIDADE  
(1985 US\$ BILHÕES)

	1986	1987	1988	1989	1990
INVESTIMENTO BRUTO	45.2	48.0	51.1	53.1	54.8
POUPANÇA EXTERNA	2.6	1.8	2.6	1.2	-0.6
RENTA LÍQ. EXTERIOR	10.0	8.9	8.9	9.0	9.8
TRANSF. REC. REAIS	7.7	7.1	6.4	7.8	8.2
POUPANÇA NACIONAL	42.6	46.4	48.6	51.9	55.2
PÚBLICA	-4.6	-3.2	-0.8	3.1	7.2
PRIVADA	47.2	49.6	49.3	48.8	48.2
PIB BRUTO	240.1	245.6	252.2	259.0	265.3
GRAU DE UTILIZAÇÃO	0.84	0.83	0.82	0.80	0.79

BALANÇO DE PAGAMENTOS E DÍVIDA EXTERNA  
(% PIB)

	1986	1987	1988	1989	1990
EXPORTAÇÕES	9.1	9.2	9.1	9.2	9.6
IMPORTAÇÕES	5.2	5.6	5.2	5.6	5.3
BALANÇA COMERCIAL	3.9	3.6	3.0	3.7	4.2
RENTA DE CAPITAIS	4.3	3.8	3.6	3.5	3.3
OUTROS SERVIÇOS	3.7	3.7	3.8	3.7	3.7
CONTA CORRENTE	-1.1	-0.7	-1.0	-0.5	0.2
INVESTIMENTOS	-0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
EMPRESTIMOS	1.1	0.7	0.9	0.3	-0.4
DÍVIDA LÍQUIDA	25.6	34.6	33.0	31.3	33.3

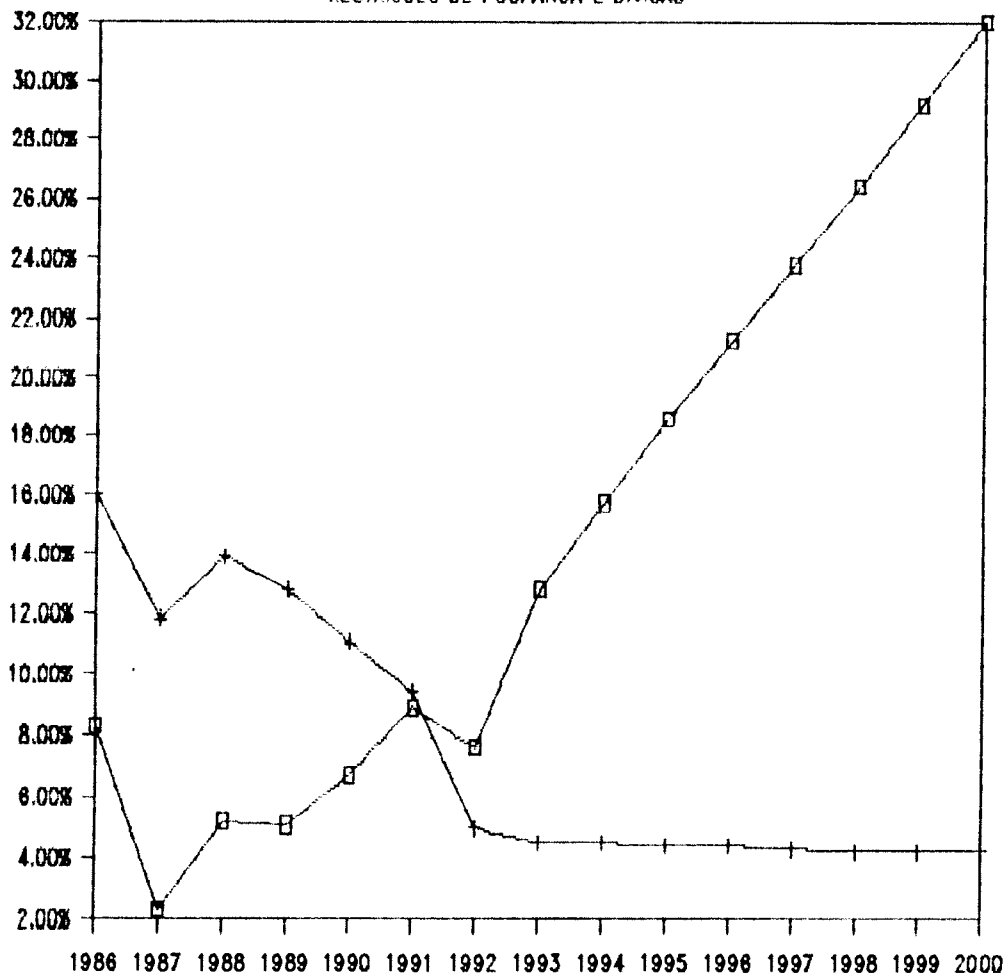
FORMAÇÃO DE CAPITAL E UTILIZAÇÃO DE CAPACIDADE  
(% PIB)

	1986	1987	1988	1989	1990
INVESTIMENTO BRUTO	18.3	19.6	20.3	20.5	20.6
POUPANÇA EXTERNA	1.1	0.7	1.0	0.5	-0.2
RENTA LÍQ. EXTERIOR	4.0	3.6	3.6	3.5	3.9
TRANSF. REC. REAIS	3.0	2.9	2.6	3.0	3.5
POUPANÇA NACIONAL	17.3	19.9	19.3	20.0	20.8
PÚBLICA	-1.9	-1.3	-0.3	1.2	2.7
PRIVADA	19.7	20.2	19.6	18.8	18.1

Figura 1

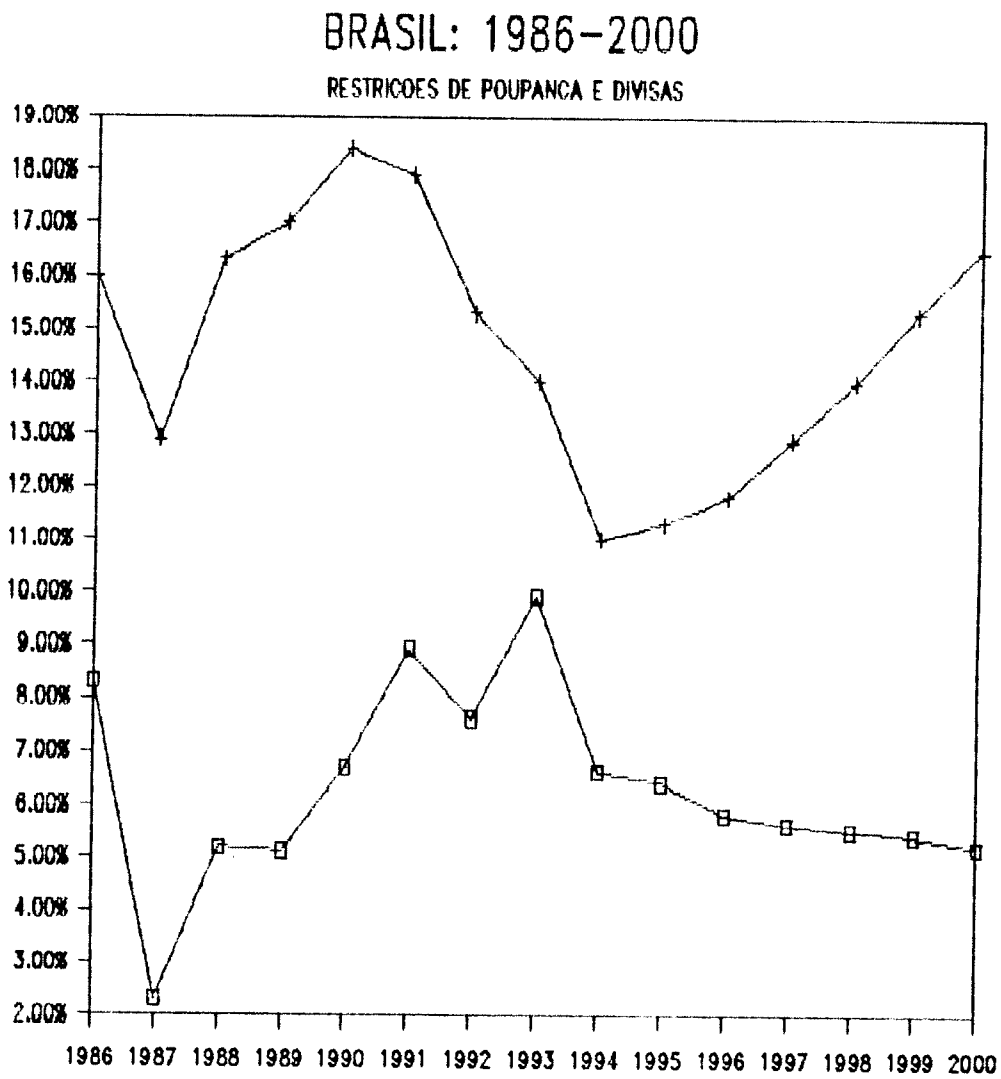
## BRASIL: 1986-2000

RESTRICOES DE POUPANCA E DIVISAS



Nota: descrição dos cenários vide texto.

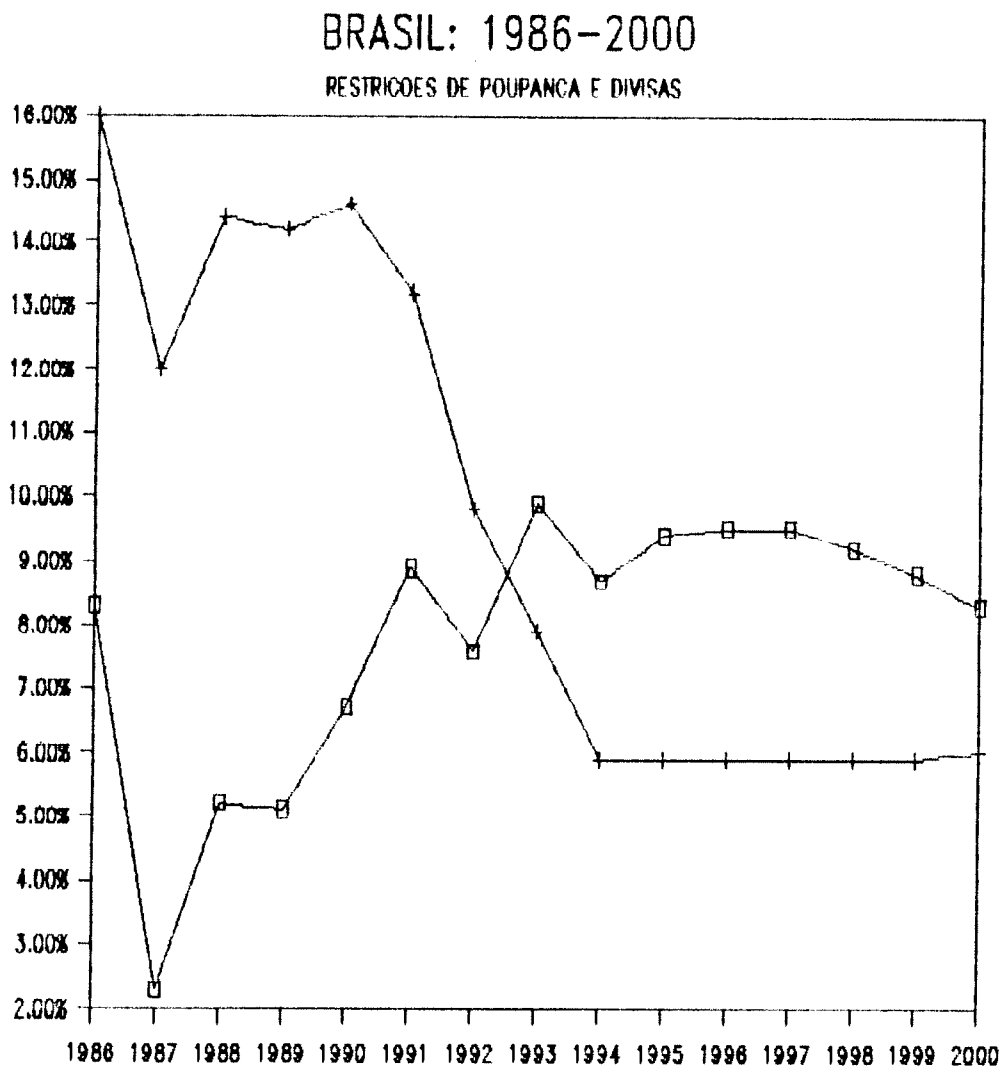
Figura 2



Nota: descrição dos cenários vide texto.



Figura 3



Nota: descrição dos cenários vide texto.

102. Bacha, E. "Banco Mundial: Um Memorando Brasileiro".
103. Camargo, J.M. "Política de Renda e Ajuste Macroeconômico".
104. Lopes, F.L. "Novo Austral na Argentina".
105. Abreu, M. de P. e W. Fritsch; "Brazil's Foreign Borrowing from Multilateral and Governmental Agencies: An Overview of Past Experience and the Present Challenge".
106. Modiano, E.M. "Repasses Mensais: Uma Alternativa de Política Salarial".
107. Abreu, M. de P. e W. Fritsch; "Latin American and Caribbean Countries in the World Trade System: Past Problems and Future Prospects".
108. Modiano, E.M. e F. Lopes; "Inflação: Análise do Impacto de Mudanças na Política Salarial".
109. Carneiro, D.D. "Long Run Adjustment, Debt Crisis and the Changing Role of Stabilization Policies in the Brazilian Recent Experience".
110. Bacha, E.L. "Preliminary Notes on the Economic Strategy of the New Brazilian Government".
111. Lopes, F.L. "A Medida da Inflação no Brasil".
112. Modiano, E.M. "O Choque Argentino e o Dilema Brasileiro".
113. Modiano, E.M. "A Escala Móvel e o Fio da Navalha".
114. Moraes, P.B., "Uma Nota sobre as Importações Brasileiras de Produtos Manufaturados".
115. Lopes, F.L., "O Problema do Descongelamento".
116. Amadeo, E.J., "Notes on Growth, Distribution and Capacity Utilization".
117. Modiano, E.M., "O Pacto Social: A Experiência de Israel".
118. Amadeo, E.J., "Changes in Output in Keynes's Treatise on Money".
119. Abreu, M. de P. e W. Fritsch; "Condicionantes Externos ao Crescimento Brasileiro: Cenários para a Segunda Metade dos Anos 80".
120. Amadeo, E.J., "Changes in Capacity Utilization in "Fully Adjusted Situations".
121. Werneck, R.L.F. "Poupança Estatal, Dívida Externa e Crise Financeira do Setor Público".
122. Amadeo, E.J. "A Preliminary Essay on Ideology and Economics".
123. Amadeo, E.J. "The Post-Wicksellian Approach to the Theory of Employment and Price Determination".
124. Camargo, J.M. "Margem Bruta de Lucros, Fragilidade Financeira e Nível de Atividade".
125. Carneiro, D.D. "Passivo do Governo e Déficit Público: A experiência da economia brasileira no período de 1970/84".

126. Amadeo, E.J. "On Money Wages: Keynesian and Monetarist Critiques of Keynes's Closure of the Labor Market"
127. Abreu, M.P. "Política Social no Brasil: A Relevância dos Paradigmas Históricos e Comparativos".
128. Moraes, Pedro B. e Luis Serven. "Dollarization and Credibility: An Analysis of the Mexican Experience".
129. Lopes, Francisco. "Inflation and External Debt Problems in Latin America".
130. Abreu, M.P. e Fritsch, W. "Exogenous Determinants of Trade and Debt Patterns in Latin America".
131. Bacha, E.L. "A Inércia e o Conflito: O Plano Cruzado e Seus Desafios".
132. Dutt, A.K. "Growth, Distribution and Technological Change".
133. Werneck, R.L.F. "Retomada do Crescimento e Esforço de Poupança: Limitações e Possibilidades".
134. Modiano, E.M. "Mitos e Fatos sobre o Setor Público Brasileiro".
135. Moraes, P.B. "The Brazilian Stabilization Program of 1964: Price Guidelines cum Credit Restrictions".
136. Camargo, J.M. "Ajuste Estrutural e Distribuição da Renda".
137. Saldanha, F. "Fixprice Analysis of Labor-Managed Economies".
138. Carneiro, D. "Stabilization Policies and Adjustment: The Brazilian Economy in the Eighties".
139. Bacha, E.L. "Debt, Stabilization and Growth: Brazilian-Based Reflections".
140. Franco, G.H.B. "Testing Monetarist Models of Hyperinflation".
141. Franco, G.H.B. "Inertia, Coordination and Corporatism".
142. Amadeo, Edward. "Ensaio sobre a economia e Política de J.M. Keynes".
143. Amadeo, Edward. "Teoria e Método nos Primórdios da Macroeconomia (final): a Revolução Keynesiana e a Análise do Multiplicador".
144. Franco, Gustavo H.B. "O Plano Cruzado: diagnóstico, performance e perspectivas a 15 de novembro".
145. Saldanha, F. e Conn, D. "Stability of General Equilibria in Labor-Managed Economies: A Non-Tatonnement Approach".
146. Bacha, E.L. "The Design of IMF Conditionality: A Reform Proposal"
147. Carneiro, D. e Moraes P.B. "Inflation and the Development of the Brazilian Financial System".
148. Abreu, M.P. "Equações de Demanda de Importações Revisitadas: Brasil, 1960-1985".
149. Abreu, M.P., Fritsch, W. e Modiano, E.M. "Debt, Growth and Structural Adjustment in Latin America: an Appraisal of the Baker Initiative".
150. Abreu, M.P., Frisch, W. "GSP Graduation: Impact on Major Latin American Beneficiaries".

151. Franco, G.H.B. "Fiscal "Reforms" and the Ends of Four Hyperinflations".
152. Carneiro, D.D. "The Cruzado Experience: An Untimely Evaluation After ten months/1".
153. Amadeo, E.J. e Dutt, A.K. "The Neo-Ricardian Keynesians and The Post Keynesians".
154. Modiano, E.M. "The Cruzado Plan: Theoretical Foundations and Practical Limitations".
155. Franco, G.H.B. "Política de Estabilização no Brasil: Algumas Lições do Plano Cruzado".
156. Neto, A.F. "Problemas do Controle Monetário no Brasil".
157. Abreu, M.P. e Fritsch, W. "G-5 Policies, Credit Availability and Latin American Growth".
158. Bacha, E.L. "Do Acordo de Plaza à Moratória Técnica: Os Tortuosos Caminhos da Renegociação da Dívida Externa Brasileira, 1983-87".
159. Franco, G.H.B. "The Rentenmark "Miracle"".
160. Moggridge, D.E. "Problems in the History of the International Economy Since 1870: The Gold Standard".
161. Lago, L.A.C. "Investimentos Diretos no Brasil e a Conversão de Empréstimos em Capital de Risco".
162. Moraes, P.B. "Keynes and the Role of Monetary Policy in a Stabilization Program".
163. Werneck, R.L. "Public Sector Adjustment to External Shocks and Domestic Pressures in Brazil, 1970-85".
164. Moggridge, D.E. "On Editing Keynes".
165. Modiano, E.M. "Necessidade e Dificuldade de um Novo Cruzado".