

Carneiro, Dionísio Dias

Working Paper

A sustentabilidade dos déficits externos

Texto para discussão, No. 384

Provided in Cooperation with:

Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro

Suggested Citation: Carneiro, Dionísio Dias (1997) : A sustentabilidade dos déficits externos, Texto para discussão, No. 384, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-Rio), Departamento de Economia, Rio de Janeiro

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/186628>

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-RIO

TEXTO PARA DISCUSSÃO
Nº. 384

A SUSTENTABILIDADE DOS DÉFICITS EXTERNOS

DIONÍSIO DIAS CARNEIRO¹

DEZEMBRO 1997

¹ Texto preparado para a Aula Magna proferida pelo autor na Reunião Anual da ANPEC. O autor agradece a assistência de Renata Teodoro de Assis e de André d'Almeida Monteiro na preparação deste texto, bem como a de Edmar Bacha e Rogério Werneck pelas discussões preliminares das idéias contidas nas seções 4 e 5 do trabalho, por suas críticas e sugestões. Os demais participantes do Seminário de Pesquisa do Departamento de Economia da PUC-Rio, e da sessão de abertura da Reunião Anual da Sociedade Brasileira de Pesquisa Operacional de 1997, foram pacientes críticos de algumas das idéias aqui discutidas, também em versões anteriores das sessões 3 e 4.

Dedicação:

Ao receber o honroso convite da ANPEC para proferir esta Aula Magna Jacyr Heronville da Silva - vejo, em meio à minha própria surpresa pela homenagem, que me fez refletir sobre a passagem do tempo, que o nome de Jacyr, também pelo passar dos anos desapareceu do preito. Enquanto agradeço a lembrança de meu nome, não posso deixar de fazer algumas observações acerca do desaparecimento do nome de Jacyr, que me trouxe à memória, nem sei bem por que, o hábito de apagar das fotografias oficiais as imagens de pessoas que iam caindo em desgraça no regime soviético.

Talvez os mais jovens não vejam sentido em homenagear Jacyr. E tenham decidido que, afinal, não faz sentido manter tanta homenagem para um simples estudante. Vergonha de homenagear estudante não é recomendável a uma instituição que deve orgulhar-se de ser gerida por estudantes permanentes. Jacyr foi um exemplo de colega e professor dedicado, exemplo do que a inteligência e a tenacidade podem conseguir e que caiu vítima da fatalidade de uma doença no momento em que terminava sua tese em Yale, e se preparava para juntar-se a nós na fundação do mestrado da UnB, em 1972. Faço uso, portanto, de um tempo de homenagem para reavivar a memória de Jacyr².

A segunda parte dessa introdução é dedicada às minhas próprias homenagens aos professores, colegas e alunos que me ensinaram e me têm ensinado ao longo da vida. Mencionarei três professores já falecidos, já que os alunos e colegas estão aí muito vivos: Mário Henrique Simonsen, Oscar Ediwaldo Portocarrero e Nicholas Georgescu-Roegen. O primeiro me ensinou que a economia, por detrás dos modelos formais, fazia sentido prático e que valia a pena usá-la como instrumento para compreender as alternativas de ação do governo, e os custos dessas alternativas. Oscar Portocarrero, do alto de seu sorriso santo e sábio, me ensinou a ter coragem para enfrentar problemas difíceis, fazendo-me estudar processos estocásticos anos antes da teoria das opções torná-los parte da receita diária da formação dos economistas. Já Georgescu me ensinou a ser humilde e cauteloso diante da ignorância abissal de nossa profissão no contexto científico, e mostrou-me a importância de reconhecer a indigência dos resultados que orientam a ação profissional dos economistas, prestando atenção no desenvolvimento científico que ocorre à nossa volta. Ensinou-me a diferença entre progresso científico e moda científica, e ao mesmo tempo consolou-me, mostrando que nossa ignorância só não é pior do que a dos nossos vizinhos de ciências sociais.

² Imagino alguns que possam também ver nisso o meu interesse próprio. Já me é natural, logicamente, uma certa preocupação com o meu futuro como homenageado, candidato a esmaecer na memória dos colegas.

Introdução

O tema escolhido para esta aula magna inspira-se diretamente em uma reflexão de MHS acerca da sustentabilidade do endividamento externo. Não tenho a pretensão de apresentar alguma coisa inédita, exceto talvez pela forma de comunicar alguns resultados e reflexões sobre um tema central nas discussões das perspectivas de crescimento da economia brasileira. É inevitável que organizem, no que se segue, alguns pensamentos derivados de trabalhos anteriores meus ou produzidos com meus colegas Rogério Werneck, Edmar Bacha e Márcio Garcia, além de resultados explorados em trabalhos de tese e monografias de graduação que tenho orientado sobre os temas, notadamente Mônica Baumgarten (1996) e Marcos Rangel (1996).

O que se segue está organizado da seguinte forma: a apresentação do problema na seção 2, sua análise na seção 3, algumas simulações na seção 4 e as conclusões finais na seção 5.

Seção 2: O Problema

Uma característica dominante, e apenas mais uma das invejáveis de MHS, era a clareza com que era capaz de expor problemas com que se defrontam os *policy-makers*. Para deleite dos políticos sérios e dos empresários, assim como para o horror daqueles que vivem da mistificação de idéias, sua insistência em explicar o complexo com idéias simples e comunicáveis, contrastava com o tão utilizado processo oposto, o de vestir um problema analiticamente simples com uma roupagem complexa que, pelo menos para o leigo, parece esotérica. Minha própria experiência é que a rapidez dos cálculos, permitida pelo aumento da velocidade de processamento dos computadores, piorou a comunicação de idéias simples ao invés de melhorá-la, pois permitiu a um número crescente de colegas derivar rapidamente implicações empíricas de modelos que jamais entenderam, estimados por métodos que jamais entenderão, usando bases de dados que desconhecem.

A ironia com que MHS tratava esta forma desonesta de revestir a crítica e a apresentação dos problemas, típica de economistas, tornou-se emblemática no comentário à defesa que

Harry Johnson fez, certa vez, da flutuação cambial livre como forma de isolar as economias da turbulência causada pela crise do petróleo. Foi nessa ocasião que o professor, convertido em ministro pós-crise e pós-milagre, fulminou a frase “Por que será que os professores universitários são tão lúcidos e os banqueiros centrais tão tolos?”³, indagando as razões por que economistas ficam mais burros quando estão no governo, são tão mais inteligentes quando estão fora dele, e especialmente quando o deixam. Sua resposta veio imediata: porque os *policy-makers* não podem se dar ao luxo de ignorar nem a transição entre dois equilíbrios, nem a falta de confiança que os modelos dinâmicos inspiram nas trajetórias previstas. *Ex-policy makers* têm uma dupla vantagem: conhecem as incertezas e podem fingir que elas não existem. (Por coincidência, esta mesma ironia de MHS foi escolhida quando abri o Debate Conjuntura em 77, há 20 anos atrás).

Assim foi com o problema da acumulação e da crise da dívida externa dos anos 80. O endividamento externo era visto, no debate econômico brasileiro nas décadas de 1960 e 1970, como instrumento da dominação colonialista. Isso deu lugar, na década de 1980 à visão de que a moratória era uma decisão patriótica e símbolo da independência, ao invés de ser simplesmente o que foi a moratória brasileira de 87: o fruto do esgotamento da capacidade de pagamento do país, que resultou da inconsistência da política macroeconômica pós-cruzado de 1986. Quando se permanece em uma trajetória inconsistente, o nível de endividamento acaba por tornar-se incompatível com qualquer déficit.

É sabido que tem dívida quem teve financiamento externo para o déficit em corrente, e portanto absorveu, isto é, consumiu e investiu mais do que produziu, e isso é bom para as gerações que acumulam dívida, mas não necessariamente para as que a pagam. O custo da dívida excessiva é que a economia pode ficar algum tempo sendo administrada em função do pagamento desta dívida, e isso é custoso para as gerações envolvidas. O problema do endividamento externo adequado não pode ser resolvido sem *comparação intergeracional*. É claro que, tipicamente, países, assim como famílias, costumam ser restritos não pela sua vontade de se endividar, mas pela disponibilidade de

³ (RBE 1/76, pág. 32)

crédito. Desta forma, adianta pouco para a política econômica produzir resultados que sugiram mais cautela aos governantes no processo de endividamento.

Um problema de regulação hoje é se devemos criar obstáculos aos fluxos de capital, como sugerido pelos defensores da *Tobin tax* ou das barreiras, quarentenas e outras restrições aos fluxos. Mas isso é ignorar o fato de que saber administrar a abundância não significa saber administrar a escassez. A dificuldade é administrar a escassez súbita, sem fortes rupturas inflacionárias ou recessivas, as quais são profundamente desorganizadoras do crescimento econômico.

A experiência histórica, entretanto, permite concluir sobre alguns fatos estilizados que estão sendo confirmados no contexto da atual crise:

- 1) os processos de endividamento externo muito rápidos chegam a um fim também de forma rápida, que denota um processo de fragilização crescente da confiança dos mercados, e em resposta a algum fenômeno exógeno;
- 2) o encolhimento súbito do crédito externo para um país costuma ter consequências internas desastrosas em termos de geração de produto, de emprego e de desequilíbrios nas contas públicas;
- 3) os fenômenos de globalização financeira aumentaram a velocidade de crescimento possível do crédito no processo de expansão;
- 4) as instituições financeiras multilaterais não são dotadas de instrumentos adequados para conter seja a expansão rápida, seja o encolhimento rápido do crédito internacional.

Há, assim, interesse na produção de argumentos razoavelmente simples que permitam pelo menos responder à pergunta: até que ponto é seguro acumular dívida externa? Será a insustentabilidade dos déficits em conta-corrente uma fatalidade, que implica que toda trajetória de déficit tenha por fim um colapso cambial?

Foi neste contexto que MHS ⁴ conseguiu transmitir, nos anos setenta, de forma simples a idéia de que a sustentabilidade do processo de acumulação de déficits externos antes de ser um problema de patriotismo dos governantes, era um problema de consistência

numérica entre variáveis que estavam sob o controle da política econômica, tais como a taxa de juros interna, e os estímulos fiscais e monetários à absorção doméstica de bens e serviços, e também as variáveis que são exógenas a este controle, como o crescimento da demanda mundial pelas exportações e a taxa de juros externa. Observou, finalmente, que o julgamento acerca do caráter explosivo, ou não, da dívida externa não pode ser feito sem uma opinião – a qual nem sempre pode ser obtida de forma nítida e inequívoca, acerca da sustentabilidade das políticas necessárias para manter o país em uma trajetória de endividamento controlado.

A identificação de variáveis-chave para a análise do caráter explosivo de um processo de endividamento foi conseguida através da formulação de um modelo simples, cujas equações podem ser enunciadas em palavras inteligíveis a todos: dívida externa líquida cresce com o déficit em transações correntes não financiado pelos fluxos voluntários, os quais são, em condições normais, independentes do endividamento. O crescimento do déficit em transações correntes não é suficiente para esta avaliação, uma vez que a geração de divisas para servir a dívida só é possível se houver uma fonte além das próprias entradas de recursos de financiamento. O foco, na década de 70, na relação dívida/exportações se explica por essa via. Juntamente ao crescimento vertiginoso da oferta de crédito aos países devedores, o crescimento do quantum das importações mundiais (a taxas superiores a 10% ao ano) sugeria que a integração crescente no comércio internacional justificaria o crescimento do endividamento externo permitido pela reciclagem dos petrodólares, desde que a dívida crescesse menos do que as exportações, principalmente quando estas cresciam mais do que o volume de comércio.

A sustentabilidade dos déficits externos foi, assim, um tópico importante na contribuição de MHS para expor e criticar a racionalidade do endividamento externo dos anos setenta.

Depois da história dos ciclos de endividamento e da crise que se prolongou pelos anos 80, voltamos nos 90 a uma nova fase expansiva para o endividamento externo ⁵.

⁴ Ver Simonsen e Cysne, 1989, para uma versão do modelo de endividamento originalmente utilizado por Simonsen em 1976, para analisar os fatores que poderiam tornar explosivo o endividamento externo brasileiro.

⁵ Carneiro, 1997.

Na década de 90, os fluxos anuais de capitais privados líquidos para o terceiro mundo quintuplicaram, indo de US\$44,4 B para US\$243,8 B anuais (1996), sendo que para os doze países considerados emergentes, que absorvem cerca de $\frac{3}{4}$ dos fluxos privados, cresceram a cerca de 46% ao ano no mesmo período .

Um aumento tão vertiginoso da liquidez internacional inevitavelmente leva a um aumento dos preços dos ativos, e não apenas a uma expansão do investimento capaz de garantir maior capacidade produtiva, como seria desejável.⁶

Isso ocorre em parte pela ilusão de liquidez que se transfere a alguns ativos imobilizados, em parte pela própria atratividade que direitos a fluxos de caixa longos e incertos passam a exercer sobre investidores em mercados longínquos, os investidores passam a disputá-los com avidez tal que atraem intermediários interessados apenas no potencial de ganhos de capital que vários agentes projetam, a partir dos movimentos correntes e passados dos preços dos ativos.

Tais movimentos de preços têm todas as características capazes de gerar bolhas especulativas, mesmo quando disparados por razões calcadas em fundamentos econômicos. O que torna a projeção irrealista é um movimento ascendente de preços que se supõe sem fim, e o que torna a situação perigosa é que os ativos em valorização são considerados bons colaterais para que os bancos financiem mais e mais aquisições.

Há fundamentos econômicos que explicam a fase prolongada de expansão que o mundo vive. Mesmo passando ao largo do debate acerca do “new paradigm”, que tanto tem mobilizado os analistas do ciclo de negócios nos EUA, em torno dos quase dez anos de crescimento dos preços de ações, não se podem ignorar as evidentes oportunidades de investimento criadas pelo fim da guerra fria, resultando em uma notável expansão da fronteira do capitalismo. Ocorreu um significativo alargamento do acesso de investidores a oportunidades de investimentos antes bloqueadas, seja pela estrutura institucional, seja pela estrutura tecnológica, a qual experimentou grandes ganhos graças à difusão das tecnologias de semicondutores, de informática e de telecomunicações. Finalmente há, para o futuro, a possibilidade de uma expansão sem precedentes da produção de bens de

consumo, incorporando os produtos derivados da própria tecnologia desenvolvida e acumulada no período da guerra fria, e que agora é posta a serviço da universalização de técnicas de produção, de controle de qualidade e de distribuição. Os próprios hábitos de consumo estão sujeitos a este mesmo processo de difusão.

O processo de aprofundamento financeiro que caracteriza a nova fase de crescimento econômico mundial é agora realimentado por uma expansão da capacidade produtiva, possibilitada pelo alargamento do escopo para a difusão do progresso técnico. Resta sempre, entretanto, a pergunta natural: existe perigo neste aprofundamento financeiro associado com a alta velocidade de alargamento das oportunidades de investimento? Quais as implicações deste rápido aprofundamento financeiro para o funcionamento dos mercados e para a estabilidade mundial? Dado que existe um prêmio, em termos de crescimento potencial, para aqueles poucos países capazes de ganhar a corrida pelos primeiros lugares no processo de globalização, é natural que as estratégias de crescimento econômico sejam sensíveis ao novo quadro de abundância de financiamento para os déficits em conta-corrente.

Duas perguntas mais difíceis para a escolha da melhor estratégia para um país isolado, mas absolutamente relevantes, são: quão rápido pode ser o processo de acumulação de dívida se o desejamos seguro, e quais os riscos envolvidos na perda de controle da velocidade do endividamento?

Há duas linhas de abordagem na literatura⁷, para o problema da sustentabilidade dos déficits externos. De um lado, a chamada abordagem intertemporal para a conta-corrente, que é boa para explicar sob quais circunstâncias os desequilíbrios são esperados (esperáveis): déficits que respondem a quedas temporárias na produção ou na produtividade dos investimentos, ciclos de endividamento em economias em crescimento acelerado, e assim por diante. A moral da história é que com mercados completos, não há crises sem fundamentos. Apesar da lógica econômica ser atraente, há problemas de natureza empírica com essa abordagem: a robustez das evidências sobre fenômenos do tipo Feldstein-Horioka (ver resumo em Obstfeld e Rogoff (1994)). De outro lado, o fato

⁶ Existe uma tênue evidencia empirica favoravel para a relação entre as entradas de investimentos diretos e o aumento do investimento em geral; ver os resultados para o Chile em Agosin (1997).

⁷ Maurice Obstfeld e Kenneth Rogoff, 1994

de que vivemos em um mundo com mercados incompletos, no qual os fenômenos monetários e os mercados financeiros desempenham sempre um papel central nas crises externas. Dada a importância das operações bancárias nos mercados cambiais, as crises de balanço de pagamentos costumam ser acompanhadas, quando não são precedidas, por crises bancárias.

Seção 3: Análise

Nesta seção, organiza-se uma formulação analítica ultra simplificada, que permite examinar a sustentabilidade do déficit em conta-corrente. Na seção seguinte, o esquema será usado para confrontar alguns números estilizados, os quais permitam orientar as perspectivas de sustentabilidade do déficit em conta-corrente da economia brasileira neste final de século, e especular sobre o futuro do novo ciclo de endividamento externo que ora se inicia.

Um comentário se faz importante antes de prosseguir. Uma crise sistêmica sempre pode resultar do fracasso dos países centrais em limitar o processo de encolhimento de crédito que já está em andamento. O perigo destas crises é que elas podem gerar mais instituições de atraso do que de controle, na medida em que submetem as instituições de mercado ao teste de convicção dos políticos. E a confiança dos políticos costuma cair nos momentos em que a ação dos mercados é mais limitada, e aumenta a demanda por regulação, intervenção e operações negociadas com base em critérios extra-mercado.

Na medida em que o cenário internacional apontasse para um retrocesso na expansão do crédito internacional, o problema da sustentabilidade dos déficits externos seria apenas de interesse acadêmico. Na hipótese de que o mundo não mergulhará em um encolhimento financeiro profundo que poderia durar anos, contudo, ainda persiste um interesse prático em saber os condicionantes de sustentabilidade dos déficits em conta-corrente. O ponto de partida para o conceito de déficit sustentável aqui adotado é de *steady-state*. Portanto, trata-se de estabelecer uma relação de consistência entre o déficit em conta-corrente, a taxa de crescimento da economia, a taxa de juros e a taxa de câmbio real, mantendo-se em linha com o crescimento da economia mundial e da taxa de juros internacional

relevante para o país. Em segundo lugar, explora-se a idéia de que exista algum espaço para a separação entre financiamento externo que gera dívida, e investimento externo que gera propriedade estrangeira sobre o capital nacional, de modo a contemplar-se algum afastamento, questionável mesmo ao nível das nações, de um princípio de indiferença à la Modigliani-Miller.

O déficit em conta-corrente CC pode ser financiado por aumento da dívida líquida F ou por investimento direto IF, e assim, em qualquer ano pode ser escrito como a soma de duas parcelas:

$$CC = IF + F ,$$

sendo F o montante de financiamento externo que define o crescimento da dívida líquida.

$$F = \Delta D ; IF = \Delta KF$$

$$CC/Y = IF/Y + F/Y$$

$$F/Y = \Delta D/D \cdot D/Y$$

$$IF/Y = \Delta KF/KF \cdot KF/K \cdot K/Y$$

$$CC/Y = g \cdot D/Y + g \cdot KF/K \cdot k \quad (LP)$$

Dois *benchmarks*, D/Y e KF/K podem, assim, ser associados a razão CC/Y, o que ajuda a caracterizar as trajetórias potencialmente perigosas e identificar os problemas.

Outra questão é examinar se o caráter explosivo do endividamento externo é inevitável. Para isso deve-se comparar o crescimento da dívida (F/D) com o crescimento do PIB em dólares, g. As possibilidades de sustentação de uma determinada trajetória de crescimento da dívida dependem ainda: a) do estoque de capital estrangeiro no ponto de partida, relativamente a um valor de referencia adotado como *benchmark*; b) do grau de endividamento externo que é considerado razoável e c) do escopo e do ritmo de desnacionalização do capital produtivo que poderá ser considerado politicamente palatável.

Barreiras internas à sustentabilidade dos déficits externos, tanto quanto à disponibilidade de financiamento e de capital de risco no exterior são, assim, parte da análise de sustentabilidade dos déficits externos.

4. Simulações

Examinaremos alguns números estilizados para o caso concreto brasileiro, em duas etapas: a primeira investiga a sustentabilidade a longo prazo dos déficits do ponto de vista de sua consistência com alguns dados macroeconômicos estilizados, a saber: crescimento, estoque de capital estrangeiro, taxas de juros incidentes sobre a dívida, taxa de poupança doméstica e necessidade de saldos comerciais. A finalidade é identificar as tensões mais notáveis sobre o sistema econômico de cenários alternativos projetados para o equilíbrio de longo prazo.

A tabela 1 apresenta os resultados numéricos da simulação de um cenário consistente para o déficit nas transações correntes para a economia brasileira, supondo-se uma trajetória de crescimento de 6% ao ano para o PIB, uma relação capital produto de 3,3 e uma relação dívida externa líquida/PIB de 20%. O cenário de *steady state* significa que tanto o estoque de capital K como qualquer de seus componentes, como KF (o estoque de capital de propriedade estrangeira), devem crescer à mesma taxa anual. A primeira linha indica os diversos componentes de um cálculo do déficit sustentável de 3,8% do PIB, segundo o esquema acima descrito, que implica um fluxo de investimento direto de 2,7% do PIB e uma participação estrangeira no estoque de capital total da ordem de 14%.

Na segunda linha de cálculos da mesma tabela, as implicações de um déficit permanente de 3,8% do PIB para outras hipóteses feitas quanto aos diversos elementos da conta corrente do Balanço de Pagamentos. Por exemplo, se desejamos ter uma idéia do saldo comercial associado a tal déficit, precisamos fazer hipóteses sobre as despesas de juros com a dívida (JL), as remessas de lucros (RML), as transferências unilaterais (TU) e os demais serviços que não correspondem a pagamentos a fatores de produção (SNF). Para ilustrar, são apresentados cálculos consistentes com uma taxa de juros de 6% ao ano incidente sobre a dívida líquida e uma rentabilidade da mesma ordem para o estoque de capital estrangeiro, o que significa que a longo prazo, não faria diferença para os não-residentes entre ativos de “renda fixa e de renda variável”. Finalmente, supondo uma remessa de lucros de 3% do PIB, serviços não-fatores de 1,1% do PIB e juros líquidos de 1,2% (6% de juros com uma dívida de 20%), chegamos à necessidade de um saldo

comercial permanente de 1,1% do PIB. Em termos da ordem de grandeza do PIB brasileiro de hoje, significa um excesso de exportações sobre importações pouco superior a US\$8,5 B de dólares.

Para examinar a sensibilidade dos cálculos ilustrativos acima apresentados, fizemos variar a propriedade estrangeira sobre o estoque de capital produtivo entre 1% e 20%. O resultado é um déficit sustentável entre 1,4 e 4,8% do PIB, quando trabalhamos com uma relação capital/produto de 3, ou déficit de 1,4 a 6,3%, quando trabalhamos com uma relação capital/produto de 3,5%.

Do ponto de vista da balança comercial, o saldo comercial implícito na sustentabilidade do déficit em conta-corrente depende do grau de repatriamento dos lucros obtidos sobre o capital investido, fizemos então, variar a hipótese sobre remessas.⁸ Para um intervalo de 10 a 15% nas remessas de lucros, os extremos dos intervalos para os saldos comerciais, correspondentes aos déficits em conta-corrente acima discutidos, variam de US\$6,6 B para US\$6,7 B para o mínimo, mas de US\$24,8 B para US\$31,8 B para os máximos dos intervalos.

Para sintetizar o nosso grau de incerteza com respeito aos *benchmarks* utilizados nas simulações pontuais acima descritas, estendemos a análise fazendo hipóteses sobre as distribuições das variáveis exógenas. Os exercícios de simulação, reportados a seguir, partem da substituição das hipóteses numéricas pontuais por distribuições triangulares de três parâmetros, segundo o quadro abaixo:

Hipóteses para as distribuições

Variável	min	máx	pico
Taxa de Crescimento	3,5%	8%	5,5%
Participação do Capital Estrangeiro	8%	20%	15%
Rentabilidade do Capital Investido	3%	10%	6%

⁸ Este ponto foi feito por Edmar Bacha na primeira vez que discutimos as idéias desta seção. Na realidade, é muito difícil saber qual o sentido de um número para o percentual de lucros remetidos em steady-state, pois esta é claramente uma variável tipicamente determinada por variações de curto prazo. A consequência mais importante é sobre o significado do saldo comercial em steady-state.

Com estas hipóteses foram feitas 10.000 extrações aleatórias de cada uma das três variáveis acima.⁹ Apartir destas, foram computadas as distribuições de frequência das demais variáveis dependentes como conta de consistência. Na Figura 1 do Anexo constam quatro distribuições de frequência: crescimento, rentabilidade do capital investido (TxL), conta-corrente (CC/Y) e saldo comercial (M-X). Os resultados mostram que nas hipóteses consideradas, em 75% das simulações, o déficit sustentável é inferior a 4,3% do PIB. Se adicionarmos uma hipótese de que a remessa de lucros distribui-se em um intervalo entre 3 e 10% do estoque de capital estrangeiro, cerca de 88% das simulações requerem saldo comercial positivo, sendo que em dólares correspondentes a um PIB da ordem de US\$800 B, cerca de 50% dos déficits em conta-corrente sustentáveis correspondem a uma necessidade de saldos comerciais entre US\$5 e US\$15 B de dólares anuais.

O segundo ponto de vista, aqui não explorado, mas igualmente importante, diz respeito à distância que estamos hoje de uma posição que pudesse ser caracterizada por um *steady-state*, e o que isso representa para as perspectivas da restrição externa ao crescimento econômico brasileiro no futuro.

5. Conclusões:

Uma crise sistêmica pode resultar do fracasso dos países industrializados em seus esforços para limitar o encolhimento de crédito mundial em andamento. Em cenário de crise sistêmica, é claro que a questão da sustentabilidade dos déficits externos muda de figura. O que torna sistêmica uma crise de balanço de pagamentos em um país ou em um grupo de países é uma velocidade de deterioração das condições de financiamento de qualquer déficit, que exigiria a produção de superávits na conta-corrente que são virtualmente impossíveis: níveis que obrigariam, por exemplo, os países deficitários a cortar o consumo global pela metade. Em parte, os desdobramentos da crise asiática iniciada em 1997 tornaram irrelevantes várias das abordagens utilizadas para modelar crises, deixando excessivamente mecânicos os modelos de colapso de reservas (do tipo Krugman, 1979), e mesmo os modelos de defesa de paridades do tipo Obstfeld 1995.

Crises sistêmicas tem o caráter de colapso dos mecanismos de avaliação dos mercados que sinalizam falhas dos sistemas de comunicação diante da rapidez de mudança dos cenários. Têm de ser administrados por ação governamental conjunta.

Fora desse cenário em que uma crise teria um efeito profundamente desorganizador sobre a alocação internacional dos fluxos financeiros, é útil comparar-se a racionalidade do endividamento externo do terceiro mundo na década de setenta e hoje.

Há semelhanças notórias entre os dois períodos, mas também significativas diferenças entre a racionalidade dos processos de endividamento externo. A principal semelhança deriva do crescimento da oferta de empréstimos, propiciada por um aumento substancial da atividade bancária internacional são fatores essencialmente de “oferta”.¹⁰

Já uma diferença importante entre os dois ciclos é a dimensão representada por fatores “reais” que alteram, na década de 90, a geografia da produção no mundo, propiciando notáveis aumentos de produtividade e gerando expectativas de ganhos crescentes de capital.

No quadro internacional em que se desenvolveu a expansão da liquidez, a sustentabilidade dos déficits requer um constante monitoramento internacional das políticas macroeconômicas. Isto leva a políticas monetárias mais conservadoras, mas não necessariamente a políticas fiscais mais conservadoras, o que sinaliza problemas no endividamento público e na sustentabilidade das taxa de juros internas, problemas não examinados nas seções anteriores.

Do ponto de vista das instituições, as duas fases de expansão sinalizaram a falência dos mecanismos existentes. Nos anos setenta, foi o colapso do sistema das paridades ajustáveis fixadas em Bretton Woods, enquanto nos anos noventa pode vir a ser a falta de banco central internacional, capaz de administrar um sistema monetário baseado em taxas flutuantes de câmbio. Desvalorizações competitivas e encolhimento internacional de

⁹ Foi utilizado o software @risk em planilhas Excel para os cálculos das simulações, com o método de hipercubo latino para impedir a extração de amostras excessivamente concentradas.

¹⁰ Ver Carneiro e Garcia (1996).

crédito são exemplos de fatores que ilustram a falta de adequação institucional prevalecente nos anos noventa.

Uma observação acerca do *framework* analítico que foi utilizado nas seções anteriores, para simular os cenários, diz respeito às diferenças entre investimento direto e financiamento como forma de atendimento dos déficits na conta-corrente. Em particular, dois aspectos devem ser ressaltados: o primeiro é a importância, para a sustentabilidade dos déficits em conta-corrente, do grau de tolerância (ou hospitalidade) com respeito à propriedade estrangeira no país devedor. O segundo diz respeito aos fatores que condicionam a necessidade de gerar saldos comerciais: em tempos de alta incerteza, as remessas de lucros podem tornar a pressão sobre o balanço de pagamentos tão difíceis de suportar quanto os pagamentos de juros. Suspeita-se assim, que os mesmos fatores que levam ao aumento dos spreads que incidem sobre o capital de empréstimo, aumentarão a fração de lucros remetidos, com o mesmo efeito sobre o balanço de pagamentos. Este é uma implicação empírica que vale a pena ser investigada.

O perigo destas crises é que elas podem gerar mais instituições de atraso do que de controle, na medida em que submetem as instituições de mercado ao teste de convicção dos políticos. A falta de confiança generalizada nos mercados, o que é natural durante crises, não torna o momento de hoje favorável. Os argumentos a favor de mais intervenção estão na ordem do dia, as necessidades de coordenação entre países e de ação política macroeconômica são mais evidentes do que os benefícios das ações corretivas do mercado, cuja capacidade de discriminação costuma diminuir na crise.

REFERÊNCIAS

Agosin, M. R. “Entrada de Capitales y Desempeño de la Inversión: Chile en los Años Noventa”, Cap. V in R. Ffrench-Davis e H. Reisen, Flujos de Capital e Inversión Productiva, OECD, Paris, 1997.

Baumgarten, M. Taxa de Cambio de Equilíbrio para o Brasil, tese de mestrado, Departamento de Economia da PUC-Rio, Junho de 1996.

Carneiro, Dionísio D. Capital Flows and Brazilian Economic Performance. (Texto de Discussão nº 369, Departamento de Economia). Rio de Janeiro: PUC Ed., 1997.

Carneiro, D. e Marcio G.P. Garcia. International Capital Flows to Brazil, UN - ECLAC Series Financiamento del Desarrollo, # 33, Santiago Dez 1995.

Goldfajn, I., e Rodrigo O. Valdés. The Aftermath of Appreciations, (nº5650) da coleção Working Paper Series, NBER). Cambridge: NBER Julho de 1996.

Global Development Finance (volume 1). Washington, DC: The World Bank Press, 1997.

Krugman, P. “A Model of balance of Payments Crises”, Journal of Money, Credit and Banking. 1979.

Obstfeld, M. “The Logic of Currency Crisis”, Cahiers Economiques et Monetaires, 43, 1984.

Obstfeld, M., e Kenneth Rogoff. The intertemporal Approach to the Current Account (nº 4893 da coleção Working Paper Series, NBER). Cambridge: NBER Press, Outubro de 1994.

Rangel, Marcos A. “Apreciação Cambial no Brasil”. Monografia de Final de

Curso, Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro,
Dezembro de 1996.

Simonsen, M.H., e Rubens P. Cysne. Macroeconomia. São Paulo: Ed. Atlas,
1989.

Simonsen, Mario H. Revista Brasileira de Economia (volume 30, nº 1). Rio
de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, jan/mar 1976.

ANEXO

Tabela 1: Cálculo do Déficit Sustentável

Steady State: $CC/Y = IF/Y + g \cdot D/Y$

Déficit em Conta Corrente CC/Y	IF/Y	(IF/KF)	(KF/K)	(K/Y)	g	D/Y	
0.0381	0.02680	0.06	0.14	3.30	0.06	0.20	

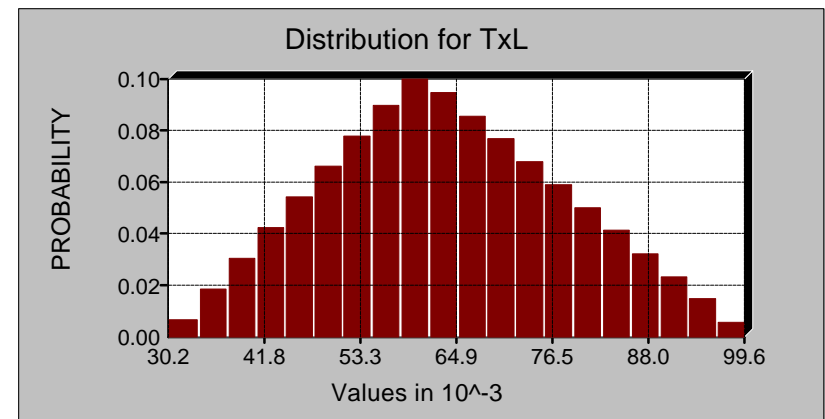
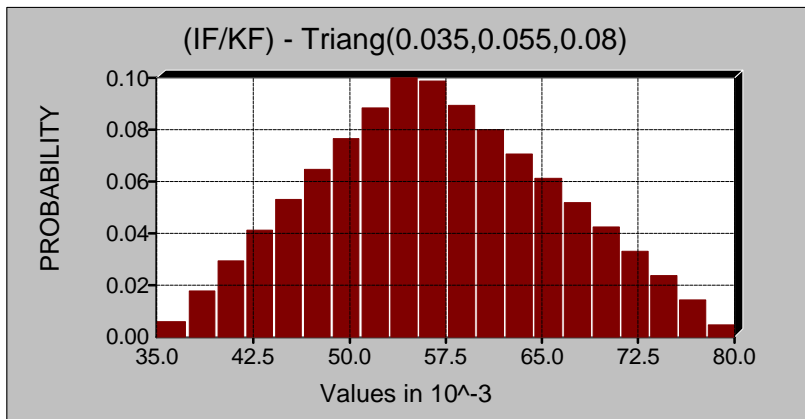
Balço de
Pagamentos

$CC/Y = (M/Y - X/Y) + JL/Y + SNF/Y + RML/Y - TU/Y$

Déficit Com. Máx. Suport. em US\$ bilhões (M - X)	CC/Y	JL/Y	SNF/Y	TU/Y	RML/Y
-8.66	0.0381	0.0120	0.011	0.004	0.0300

Figura 1: Algumas Distribuições de Frequência

VARIÁVEIS EXÓGENAS



VARIÁVEIS ENDÓGENAS

