

# Textos para Discussão N° 34

Secretaria do Planejamento e Gestão  
Fundação de Economia e Estatística Siegfried Emanuel Heuser

Fragilidade Financeira Externa e Crescimento Econômico

Pedro Fernando Cunha de Almeida

Porto Alegre, julho de 2008



GOVERNO DO ESTADO  
RIO GRANDE DO SUL

## SECRETARIA DO PLANEJAMENTO E GESTÃO

Secretária Substituta: Ana Maria Viana Severo



### DIRETORIA

**Presidente:** Adelar Fochezatto

**Diretor Técnico:** Octavio Augusto Camargo Conceição

**Diretor Administrativo:** Nóra Angela Gundlach Kraemer

### CENTROS

**Estudos Econômicos e Sociais:** Roberto da Silva Wiltgen

**Pesquisa de Emprego e Desemprego:** Míriam De Toni

**Informações Estatísticas:** Adalberto Alves Maia Neto

**Informática:** Luciano Zanuz

**Editoração:** Valesca Casa Nova Nonnig

**Recursos:** Alfredo Crestani

### TEXTOS PARA DISCUSSÃO

Publicação cujo objetivo é divulgar resultados de estudos direta ou indiretamente desenvolvidos pela FEE, os quais, por sua relevância, levam informações para profissionais especializados e estabelecem um espaço para sugestões. As opiniões emitidas nesta publicação são de exclusiva e de inteira responsabilidade do(s) autor(es), não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista da Fundação de Economia e Estatística.

É permitida a reprodução deste texto e dos dados nele contidos, desde que citada a fonte. Reproduções para fins comerciais são proibidas.

[www.fee.tche.br](http://www.fee.tche.br)

## **Fragilidade Financeira Externa e Crescimento Econômico \***

*Pedro Fernando Cunha de Almeida*

*Economista, Técnico da FEE*

### **Resumo**

*Este artigo tem por objetivo colocar em questão a hipótese bastante difundida hoje no Brasil segundo a qual a economia brasileira manterá, de forma duradoura, a aceleração do crescimento econômico iniciada em 2004. O argumento nele exposto é o de que, nos últimos anos, está em curso tendência, a prevalecer também no futuro próximo, de deterioração progressiva das contas correntes externas do País. A mesma tendência decorre da valorização cambial do real e, sobretudo, da elevada elasticidade renda das importações brasileiras. O resultado da referida deterioração será a crescente fragilidade financeira externa do País, que independente do provável agravamento da conjuntura econômica internacional, conforme se noticia diariamente na mídia internacional especializada. Em decorrência dos efeitos inflacionários da maior fragilidade financeira externa, a política econômica encarregar-se-á de elevar as taxas internas de juros, contendo o crescimento econômico. O previsto nesse artigo só não viria a acontecer se o Plano de Aceleração do Crescimento – PAC, a nova política industrial, o programa do etanol e a exploração do petróleo, em conjunto ou isoladamente, produzirem ganhos correntes externos de grande monta e em período mais curto do que seria razoável esperar.*

**Palavras-chave:** *Economia Brasileira; Política Econômica; Crescimento Econômico; Constrangimentos Externos*

### **Abstract**

*This paper aims at questioning the widely spread hypothesis that Brazil will maintain, in the long run, the acceleration of economic growth that began in 2004. The argument is that, in the last years, the external current account of Brazil has shown a trend to deteriorate. This trend, which seems to prevail in the next years, is a result of the valorization of the exchange rate and, mainly, of the high Brazilian income elasticity of imports. The result of such deterioration will be an increasing external financial fragility of the country, which does not depend on the probable worsening of the international economic scenario. As a result of the inflationary effects of the higher financial fragility, the inflation-targeting policy will increase the interest rate, restraining economic growth. The scenario established in this paper could only be avoided if the Plan of Acceleration of Growth (PAC), the new industrial policy, the production of ethanol or oil, together or disconnected from each other, produce current external gains in a great amount and in a shorter period than would be reasonable to expect.*

**Key words:** *Brazilian Economy; Economic Policy; Economic Growth; external constraints.*

**Classificação JEL:** *E37, E60, E65*

---

\* Este artigo constitui versão reescrita do artigo “A reimposição do dilema entre crescimento econômico apoiado em capitais externos ou desaceleração da expansão produtiva, publicado da Revista Indicadores Econômicos FEE, Vol. 36, n. 1. A diferença mais importante com relação ao artigo original é o tratamento que nesse se dá à fragilidade financeira externa.

No período conhecido como a Era Desenvolvimentista – de 1956 a 1980 –, a economia brasileira cresceu de forma quase ininterrupta, à taxa média anual de 7,5% a.a.. Desde então e até 2003, os movimentos de acréscimo da atividade produtiva no Brasil perderam muito de sua velocidade (média de 2,0% a.a.). Além disso, eles se tornaram menos duradouros, não perdurando, cada um deles, mais do que três a quatro anos. De 2004 para cá, novo ciclo expansivo teve início. Pela inércia do movimento, é pouco provável que a velocidade do crescimento do PIB em 2008 não se aproxime àquela verificada desde 2004. Nesse caso, os últimos cinco anos envolverão expansão contínua com taxa anual média aproximada de 4,5% a.a..

Ainda que a velocidade média de crescimento do ciclo expansivo atual seja significativamente inferior à que se verificou no período desenvolvimentista, ela supera a que vigorou entre 1980 e 2003. Também a duração do movimento expansivo atual ultrapassa o que se observou em cada um dos ciclos de crescimento da economia dos últimos 24 anos. Esses fatos têm dado origem à esperança de que a economia brasileira tenha superado as dificuldades que, desde o início da década de 1980, vêm impedindo de expandir-se de forma mais intensa e duradoura.

A esperança de que se fala tem tomado a forma de previsões acerca do futuro da economia no Brasil. Keynes ensinou que, pelo menos no terreno da economia, o futuro é incerto. Incerto, no sentido de que não há método científico eficaz de prevê-lo. Nesse sentido, as previsões referidas, como todas do gênero, têm caráter precário e, talvez, fosse mais preciso denominá-las de especulações. Apesar do caráter precário das especulações, não há alternativas melhores a elas para aqueles que pensam e decidem sobre o futuro. Por isso, apesar de precárias, especulações são úteis, se, é claro, não se atribuir a elas capacidade maior do que aquela justificada por sua precariedade.

Contudo, cabe a pergunta: Existem fatos que justificam a especulação de que o atual ciclo terá longa duração? A resposta é afirmativa. Como se pode verificar na Tabela n.1, os Resultados do Setor Público, dadas as evoluções nos últimos anos da taxa de câmbio, da taxa de juros e da atividade produtiva, vêm produzindo acelerada diminuição da Relação Dívida Pública/PIB; os saldos em Transações Correntes, embora em rápida diminuição, ainda são positivos; as Reservas Externas estão em níveis historicamente elevados; no terreno do controle do nível de preços, a consecução das metas para inflação tem-se mostrado compatível com as taxas de crescimento médias da atividade produtiva nos últimos anos; as taxas de juros básicas da economia brasileira expressas por aquelas praticadas no Sistema Especial de Liquidação e Custódia – SELIC, não obstante terem sido elevadas recentemente, encontram-se em nível real reduzido para os padrões brasileiros; e, decisivo para a continuidade da expansão, o volume do investimento como proporção do PIB, mesmo estando ainda em nível reduzido, vem em crescimento acelerado desde 2003. Por fim, recentemente, as agências de rating Standart & Poor's e Fitch Ratings elevaram a dívida soberana de longo prazo à categoria o *investment grade*, o que deverá abrir espaço para a redução das taxas internas de juros.

Tabela n.1  
Economia brasileira - 1991 a 2007

Anos	Taxa de crescimento do PIB	Taxas de investimento	Taxa de desemprego total na Região Metropolitana de São Paulo	Taxa média SELIC	Taxa de inflação - IPCA	Setor Público Consolidado						Contas Externas										
						Resultado Nominais % do PIB	Resultado Primários % do PIB	Relação Dívida Líquida/PIB - %	Saldo em transações correntes - US\$ bilhões	Saldo em transações correntes % do PIB	Taxas de crescimento das exportações - valores - %	Taxas de crescimento das exportações - quantum - %	Taxas de crescimento das importações - valores - %	Taxas de crescimento das importações - quantum - %	Taxas de crescimento dos preços das exportações - %	Taxas de crescimento dos preços das importações - %	Taxa de crescimento dos Serviços e Rendas - %	Taxas de crescimento das Transações Unilaterais - %	Taxas de câmbio reais efetivos	Reservas externas - Conceito líquido - US\$ bilhões		
1991	1,03	18,1	8,7	557,3	472,7	-26,8	2,7	38,14	-1,4	-0,4	1,1	2,7	-1,7	2,7	9,4	-6,3	...	...	...	...	104,1	9,4
1992	-0,54	18,4	8,0	1551,3	1.119,1	-45,8	1,0	37,06	6,1	1,6	11,9	16,5	-4,0	-3,4	2,9	-6,2	-16,3	...	...	41,8	114,9	23,8
1993	4,92	19,3	7,6	3077,8	2.477,1	-64,8	2,2	32,56	-0,7	-0,2	10,5	19,7	-7,7	25,4	37,8	-8,9	37,4	-27,4	...	...	88,1	32,2
1994	5,85	20,7	7,8	1385,9	916,4	27	5,6	30,01	-1,8	-0,3	12,9	2,3	10,3	32,7	39,4	-4,6	-5,7	50,6	...	...	88,1	38,8
1995	4,22	18,3	8,7	53,1	22,4	-6,7	0,3	27,98	-18,4	-2,4	7,6	-6,6	15,2	60,6	56,0	2,9	26,2	50,1	...	...	81,1	51,8
1996	2,15	16,9	9,2	27,4	9,6	-5,4	-0,1	30,72	-23,5	-2,9	3,0	2,6	0,5	5,5	4,7	0,7	9,8	-32,5	...	...	82,7	60,1
1997	3,38	17,4	10,2	24,8	5,2	-5,7	-0,9	31,89	-30,5	-3,5	10,8	10,2	0,5	15,9	22,5	-5,4	25,4	-25,5	...	...	78,3	52,2
1998	0,04	17,0	10,8	28,8	1,7	-7,0	0,0	38,94	-33,4	-4,0	-2,1	4,8	-6,6	-4,1	1,5	-5,5	10,9	-20,0	...	...	79,0	44,6
1999	0,25	15,7	10,5	25,6	8,9	-5,3	3,0	44,53	-25,3	-4,3	-7,2	7,4	-13,6	-15,8	-15,8	0,0	-8,7	15,9	...	...	105,1	36,3
2000	4,31	16,8	10,0	17,4	6,0	-3,4	3,3	45,54	-24,2	-3,8	16,6	13,7	2,4	13,3	13,0	0,2	-3,0	-10,0	...	...	89,9	33,0
2001	1,31	17,0	11,6	17,3	7,7	-3,2	3,4	48,44	-23,2	-4,2	5,7	9,1	-3,1	0,3	3,7	-3,3	9,8	7,7	...	...	104,4	35,9
2002	2,66	16,4	11,4	19,2	12,5	-3,9	3,6	50,46	-7,6	-1,5	3,1	8,8	-5,3	-17,1	-13,8	-3,9	-15,9	45,9	...	...	106,9	37,8
2003	1,15	15,3	12,0	23,4	9,3	-4,7	3,9	52,36	4,2	0,8	22,9	17,6	4,6	2,2	-4,1	6,6	1,4	20,0	...	...	101,1	49,3
2004	5,71	16,1	10,0	16,3	7,6	-2,4	4,2	46,99	11,7	1,8	34,9	20,7	11,7	31,5	19,3	7,3	12,9	98,5	...	...	106,5	52,9
2005	2,94	16,3	9,7	19,1	5,7	-3,0	4,4	46,45	14,0	1,6	25,8	11,4	13,0	20,4	7,3	12,3	36,0	9,9	...	...	83,1	53,8
2006	3,70	16,8	9,0	15,1	3,0	-3,0	3,9	44,91	13,6	1,3	18,0	3,6	13,8	25,6	16,6	7,7	8,4	21,0	...	...	78,5	85,8
2007	5,40	17,5	10,5	12,7	4,5	-2,1	4,4	44,39	3,6	0,3	17,7	5,6	11,5	33,0	22,6	9,5	9,2	-5,1	...	...	73,6	190,5

FONTE: BACEN; IPEADATA e FUNCEX

Além de indicadores macroeconômicos favoráveis, a economia brasileira poderá contar com os benefícios provenientes do amadurecimento do Plano de Aceleração do Crescimento – PAC e da política industrial que se vem de anunciar. Bem sucedido, o PAC: **a)** proverá importante vinculação da economia brasileira ao crescimento produtivo internacional, através da produção do etanol; **b)** resolverá inúmeros problemas relativos à envelhecida infra-estrutura brasileira; **c)** contribuirá para manter elevados os saldos comerciais do País e **d)** constituirá conjunto de oportunidades de investimentos produtivos no País, conjunto esse volumoso o suficiente para impulsionar o crescimento da demanda agregada de sua economia por um considerável período de tempo. Assim, é razoável especular que o atual dinamismo da economia manter-se-á por longo período de tempo.

No entanto, também cabe outra pergunta: Existem fatos que justificam a especulação de que o atual ciclo não terá longa duração? Também nesse caso a resposta é afirmativa. Justificar porque se pode responder afirmativamente a essa última pergunta é o objetivo desse artigo.

Há diversos aspectos que podem interromper, em período de tempo relativamente curto, a continuidade do atual ciclo expansivo da economia. Entre outros, é necessário citar a insuficiência potencial da oferta de energia diante das exigências do ritmo de expansão da economia; a incompatibilidade entre as atuais taxas de investimento e o crescimento da demanda interna; e as históricas dificuldades da economia do Brasil para resolver os problemas relativos ao financiamento externo de seu crescimento. Esse artigo trata somente do último aspecto citado. É provável que a razão para a não-abordagem de todos os aspectos relacionados à questão esteja óbvia para o leitor: as restrições de tempo de pesquisa e espaço de exposição disponíveis. A escolha do tema específico a ser tratado encontra raiz na recorrência quase secular com que a exiguidade do financiamento externo tem constituído a explicação mais importante para a interrupção do crescimento econômico no Brasil.

Assim, mais precisamente, objetiva-se nesse texto justificar a especulação de que o financiamento ao crescimento econômico brasileiro, tão facilitado nos últimos anos, tende a converter-se em forte restrição à continuidade da atual expansão produtiva em período relativamente curto, por exemplo, ainda dentro do atual mandato presidencial.

Para alcançar o objetivo proposto, o presente artigo organiza-se em duas secções adicionais a essa introdução e às suas considerações conclusivas. A segunda secção tem caráter de explicitação do instrumental de análise utilizado. Nela são introduzidos os conceitos de *fragilidade financeira* e *fragilidade financeira externa*, respectivamente contribuições teóricas de Minsky (MINSKY, 1986) e Paula e Alves Jr. (PAULA E ALVES JR., 1999). Na mesma secção, esclarece-se, de forma sintética, a relação causal entre as fragilidades referidas e a imposição de restrições externas ao crescimento de dada economia. Por fim, a segunda secção discorre sobre o significado de dois indicadores de fragilidade financeira externa utilizados na especulação apresentada nesse texto a respeito dos entraves que, potencialmente, se imporão à continuidade do atual ciclo expansivo da economia brasileira nos próximos anos. São eles: o *índice de fragilidade financeira externa – IFE* e a *relação despesas correntes / receitas correntes – DC / RC*, ambos referentes ao balanço de pagamentos. A terceira secção especula a respeito da evolução dos déficits externos correntes e da fragilidade financeira externa brasileira nos próximos três anos. Para tanto, ela faz uso de específico conjunto de supostos determinantes da evolução dos referidos déficits, dentre os quais se ressalta a heróica suposição de que não ocorrerá deterioração da conjuntura econômica internacional a partir de 2008. Argumenta-se na mesma secção que, mesmo valendo os supostos referidos, o dinamismo da economia brasileira iniciado em 2004 tenderá a esgotar-se em futuro não muito distante em razão dos desequilíbrios externos correntes que ele próprio gerará. Nas mesmas condições, o esgotamento só será superado se (e enquanto) houver surpreendente disposição do mercado financeiro internacional para cobrir os referidos déficits externos correntes. As considerações finais, além de condensarem os argumentos expostos nas secções anteriores, discorrem sobre as conseqüências do abandono da heróica suposição de não deterioração da conjuntura econômica internacional no que se refere aos desequilíbrios externos, à fragilidade financeira e ao crescimento da economia brasileira nos próximos anos .

## **2. Fragilidade Financeira Externa: conceitos e indicadores**

A idéia de *fragilidade financeira* foi inicialmente explorada por Minsky. Para ele, as *unidades econômicas* – empresas comerciais, industriais, organizações financeiras, governos em suas diferentes esferas e países em sua relação com o mundo externo – realizam empreendimentos financiando-se junto a terceiros. Por essa via, assumem compromissos financeiros que tomam as formas de amortização e de remuneração dos recursos adiantados. A relação entre os volumes dos compromissos financeiros contratados e os das receitas operacionais líquidas esperadas pelas unidades econômicas define sua *estrutura financeira*. Conforme o volume dos compromissos financeiros eleva-se proporcionalmente diante das referidas receitas em cada período – isto é, aumentam proporcionalmente as necessidades de pagamento ou de renegociação dos passivos vincendos –, as estruturas financeiras assumem as posições *hedge*, *especulativa* e *Ponzi*. Adotam as posições aludidas quando suas receitas operacionais líquidas esperadas são, respectivamente, a) maiores do que os compromissos financeiros totais por elas assumidos no presente e no futuro; b) são menores dos que os compromissos financeiros totais assumidos, mas, ainda assim, maiores do que aqueles relativos à remuneração do capital adiantado; c) são insuficientes para pagar até mesmo a remuneração do capital contratado.

À medida que as estruturas financeiras caminham da posição hedge para a Ponzi, aumenta a necessidade de renegociação de seus passivos e, por isso, sua *fragilidade financeira*. Com o incremento da fragilidade financeira, eleva-se a resistência de terceiros para aportar capital à unidade em referência. Essa resistência pode interromper, inclusive de forma disruptiva, o processo de crescimento da unidade econômica à qual a resistência é referida.

Paula e Alves Jr. apoiaram-se no trabalho de Minsky para construir o conceito de *fragilidade financeira externa*, mais ajustado às especificidades dos objetivos deste artigo. Diferentemente de Minsky, esses dois autores dedicaram-se exclusivamente ao tema da fragilidade financeira externa das unidades econômicas formadas por economias nacionais abertas. Segundo os autores citados, a estrutura financeira externa de certa economia nacional em determinado período no tempo reflete a relação entre as saídas e as entradas previstas de recursos via balanço de pagamentos da mesma economia e igual período de tempo. Obviamente, tanto saídas como entradas envolvem movimentos correntes e de capital do BP. Ainda para os mesmos autores, o aumento da razão entre as saídas e as entradas referidas expressa crescimento da fragilidade financeira externa. Seguindo o caminho traçado por Minsky, Paula e Alves Jr. vêem, na elevação da fragilidade financeira externa de uma economia qualquer, fator de resistência adicional ao financiamento do seu BP e, portanto, ao seu crescimento.

Como forma de viabilizar análise da evolução da fragilidade financeira externa brasileira e sua relação com a política econômica no Brasil no período de julho de 1994 a dezembro de 1997, Paula e Alves Jr. criaram indicador da referida fragilidade ao qual denominaram de *Índice de Fragilidade Externa – IFE*. O IFE de determinada economia em dado período de tempo (no caso, dado trimestre) corresponde à razão entre dois agregados de seu balanço de pagamentos, a saber, no numerador, suas obrigações financeiras e, no denominador, sua capacidade de pagamentos externos no mesmo período. O IFE corresponde à seguinte expressão algébrica:

$$IFE = (M + D_j + D_{os} + A + CCP_{-1} + PLA_{-1}) / (X + R_j + Ros + RE_{-1} + I_d + E_{ml}),$$

onde:

$M$  = importações;  $X$  = exportações;  $D_j$  = despesas com juros;  $D_{os}$  = despesas com outros serviços;  $R_j$  = receitas com juros;  $Ros$  = receitas com outros serviços;  $A$  = amortizações de empréstimos;  $CCP_{-1}$  = estoque de capitais de curto prazo, defasado em um período;  $PLA_{-1}$  = estoque de investimento líquido em portfólio, defasado em um período;  $RE_{-1}$  = reservas internacionais acumuladas até o período anterior;  $I_d$  = entradas de divisas correspondentes aos investimentos diretos; e  $E_{ml}$  = empréstimos de médio e longo prazos.

O IFE é um indicador de grande utilidade que diz respeito ao grau de dificuldade de dado país para enfrentar seus compromissos externos em determinado período no tempo. A elevação do IFE significa que proporção maior da capacidade de pagamento de dado período deve ser destinada a honrar compromissos externos nele vincendos. Não sendo possível honrá-los integralmente, montantes acrescidos de obrigações

– sempre expressos como proporção da capacidade de pagamento – terão que ser renegociados junto aos credores.

É importante destacar que a expressão algébrica que define o IFE traz em si superestimação da fragilidade financeira externa. A mesma expressão considera a *totalidade* dos estoques de investimentos líquidos em portfólio internalizado em determinado país até específico momento no tempo como integrante das obrigações que o mesmo país deve honrar ou renegociar no período seguinte. Ao considerar a totalidade dos referidos estoques, conduz à superestimação anunciada. Se, temerosos de perda e em *comportamento de manada*, os proprietários dos estoques de PLAs, tentassem vender (quase) concomitantemente a totalidade ou, ainda, parcela significativa dos mesmos estoques para repatriá-los, a cotação dos títulos que os representam reduzir-se-ia de maneira importante. Dessa forma, somente fração (talvez reduzida) do estoque de PLA registrada no BP em dado período constitui parcela das obrigações externas a serem honradas pelo país no período seguinte. Superestimar as mesmas obrigações externas equivale a sobreestimar a fragilidade financeira externa. Por isso, o IFE deve ser utilizado como indicador da *tendência da evolução* da fragilidade financeira externa e não de seu valor absoluto.

Além disso, quando se tenta estimar o comportamento do IFE no futuro, as dificuldades tornam-se ainda maiores. O IFE corresponde a expressão algébrica que envolve as principais contas do balanço de pagamentos de um país. Não é preciso dizer que essas são compostas por contas correntes e por contas de capital. É sabido que, muitas vezes, previsões do comportamento futuro das contas correntes redundam em erros de grande proporção. Ainda assim, em muitos outros casos, as mesmas previsões acabam por comprovar serem bons estimadores do futuro, especialmente se o futuro não é muito distante no tempo. Isso porque, em períodos de tempo não muito extensos, as contas externas correntes evoluem com certa regularidade que pode ser captada pela previsão em referência. No entanto, o mesmo não acontece com as contas de capital, as quais se caracterizam por volatilidade ou irregularidade muito maior do que aquelas que se verificam com as contas correntes. A história recente das finanças internacionais mostra que a mesma volatilidade ou irregularidade é ainda maior no caso de países em desenvolvimento. Afirmar a elevada volatilidade das contas de capital significa negar a existência de regras confiáveis de evolução das mesmas. Sem essas regras, torna-se impossível construir previsões de boa qualidade a respeito de sua evolução futura. Se é impossível construir previsões de boa qualidade para a evolução das contas de capital de um país, também o é para o IFE.

Para sanar as dificuldades relacionadas ao IFE – a incapacidade de medir o valor absoluto da fragilidade financeira externa no passado e, sobretudo, a impossibilidade de construir estimativas de boa qualidade quanto à sua evolução futura, mesmo que referida somente a sua tendência – faz-se, nesse trabalho, uso de outro indicador, a *relação despesas correntes / receitas correntes – DC / RC* – do balanço de pagamentos. A DC/RC corresponde à expressão algébrica:

$$DC/RC = (M + Dj + Dos) / (X + R_j + R_{os})$$



A DC/RC mede a dimensão relativa dos gastos externos correntes de um país frente às suas receitas externas correntes de dado período. Nesse sentido, a parcela da DC/RC que excede à unidade indica, em proporção das receitas correntes, o volume de capitais externos que, no mesmo período, um país teria de captar para manter estáveis suas reservas líquidas externas, à dada taxa de crescimento da atividade produtiva. Assim sendo, a DC/RC é também indicador da fragilidade financeira externa da economia à qual se refere.

Contudo ela é mais do que isso. A parcela da DC/RC que excede à unidade impõe correspondente diminuição de reservas ou incremento da necessidade de contratação de obrigações externas no período. À medida que, no decorrer do tempo, a DC/RC se mantenha acima (abaixo) da unidade, vai promovendo diminuição (incremento) das reservas ou aumento (retração) das obrigações externas a serem honradas em cada período no futuro, o que redundará em ascensão (descenso) da fragilidade financeira externa do país à medida que o tempo passa. Dessa maneira, o valor da DC/RC no presente é, também, *decisivo determinante* da mesma fragilidade no futuro. Assim, a DC/RC se transforma em instrumento capaz de sugerir, através de inferência (como sempre, precária), o grau de dificuldade que, no decorrer do tempo, as contas externas da economia imporão à continuidade do crescimento econômico à determinada taxa.

Além disso, a DC/RC é objeto cujo comportamento futuro pode ser estimado com menor probabilidade de erro do que o IFE. Isso porque, diferentemente do IFE, a DC/RC não envolve a consideração das contas de capital do BP, apenas, de suas contas correntes. A evolução dessas últimas, tendo comportamento mais regular no tempo do que as contas de capital, são estimáveis com maior segurança, maior segurança essa que se transmite às previsões da DC/RC relativamente àquelas relacionadas ao IFE.

A relação DC/RC foi escolhida como indicador de fragilidade financeira externa nos próximos três anos. As razões da escolha derivam não só da possibilidade de a mesma relação ser utilizada como indicador da referida fragilidade, como, também, a incerteza produzida pela utilização do IFE.

Esses são os conceitos e os seus significados que se considerou necessário esclarecer para a análise da evolução da fragilidade financeira externa da economia brasileira que se apresenta no próximo item. Na verdade, eles simplesmente traduzem o senso comum – desta vez, não equivocado – de que é arriscado crescer “dando o salto maior do que as pernas”.

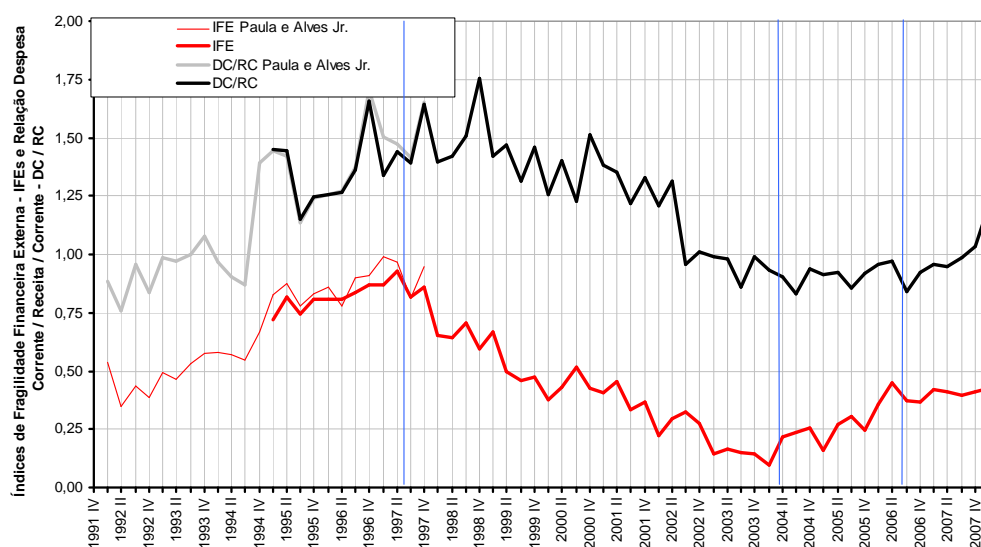
### **3. Fragilidade Financeira Externa: sua tendência e sua correção pela contenção do crescimento econômico**

A terceira secção organiza-se da seguinte forma. Inicialmente mostra evidência referida ao caso brasileiro para afirmação de que a evolução da DC/RC é adequado indicador do caminho percorrido pelo IFE e, portanto, pela fragilidade financeira externa. Um segundo passo é dado ao apresentar estimativas para os próximos três anos da evolução do saldo das transações correntes brasileiras, discriminadas segundo taxas de crescimento supostas para o PIB do País. As informações relativas à evolução dos saldos de transações correntes servem de base para um terceiro passo, a previsão da DC/RC até o primeiro trimestre de 2011. Por sua vez, essa última servirá como indicador da fragilidade externa da economia brasileira no mesmo período. A secção encerra-se com considerações a respeito das

conseqüências do incremento da fragilidade financeira externa sobre a continuidade do crescimento econômico no Brasil.

A observação do Gráfico n.1 mostra que, no caso brasileiro, a DC e o IFE entre os primeiros trimestres de 1992 e de 2008 evoluíram com tendências muito semelhantes. Isso e a argumentação a respeito exposta na secção anterior permitem dizer que a DC/RC foi importante determinante do IFE no período.

Gráfico n. 1 - Índice de fragilidade financeira externa (IFE) e relação despesa corrente/receita corrente do balanço de pagamentos (DC/RC)  
Brasil - 1992 I/2008 I



FONTES: a) Para o cálculo das séries referentes ao período que se estende do primeiro trimestre de 1992 ao quarto de 1997: PAULA L. F e ALVES JR., A.,1999. b) Para as demais séries, IBGE e BACEN.

Em dois momentos, no entanto, as duas variáveis em questão assumiram tendências diferenciadas entre si. Não é difícil de entender a razão da diferença de tendências. As operações correntes do BP se constituem em elementos definidores do IFE e da DC/RC. No último caso, as mesmas operações são os definidores exclusivos. No entanto, o IFE sofre influência também das contas de capital. Assim, o afastamento das referidas tendências deve-se à influência que as contas de capital exercem sobre o IFE. É o caso do que aconteceu entre a crise asiática, em meados de 1997, e a quebra do regime brasileiro de bandas cambiais em dezembro de 1998, passando pela crise russa, em agosto do mesmo ano. Fruto da elevada valorização propiciada pelo regime cambial referido, a DC/RC deu continuidade ao movimento ascendente iniciado em 1994, continuidade essa que se estendeu até o início de 1999. No entanto, já em meados de 1998, o IFE entrou em queda em razão da intensa fuga de capitais de curto prazo que então envolveu a economia brasileira. Também é o caso do período que vigora desde o terceiro trimestre de 2006 até o presente. Nesse período, enquanto o IFE manteve-se estável, a DC/RC passou a elevar-se rapidamente. Tanto a DC/RC quanto o IFE sofreram influência expansiva da inferioridade da evolução

percentual das exportações brasileiras nos últimos anos frente à de suas importações. No entanto, o IFE vem tendo sua estabilidade mantida em função de acelerado crescimento de *Empréstimos de médio e longo prazos* assumidos pelo Brasil.

Ainda assim, a evidência permite afirmar que em períodos mais longos, por exemplo nos quinze anos considerados pelo Gráfico n. 1, as operações correntes assumem posição decisiva na determinação dos índices de fragilidade financeira externa que se vem tratando. Dessa maneira, extrapolando o verificado do início de 1992 ao início de 2008, pode-se supor que o IFE e, mais amplamente, a fragilidade financeira externa, deverão seguir a tendência percorrida pela DC/RC.

### **Estimativa dos saldos em transações correntes nos próximos três anos.**

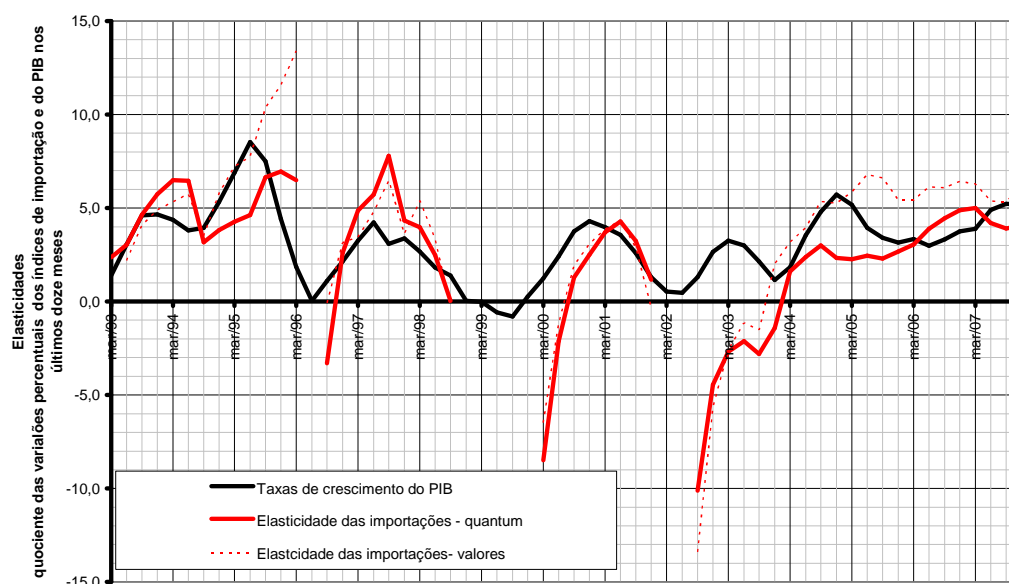
A estimativa da evolução da DC/RC para os próximos três anos exige previsões a respeito dos saldos das transações correntes no mesmo período. As mesmas previsões foram construídas a partir de um conjunto de supostos dentre os quais, por sua importância, destacam-se os de que: a) as exportações brasileiras crescerão com a mesma velocidade verificada em 2007, o que traz implícitas outras duas suposições, a de que a conjuntura econômica internacional no ano citado terá continuidade e a de que a taxa de câmbio da moeda brasileira não sofrerá valorização real-efetiva de significado; b) a elasticidade renda das importações –  $E_M^Y$  – situar-se-á ao nível de 4,0, conforme é justificado a seguir; c) as importações se expandirão a taxas determinadas tanto pela velocidade de expansão do produto quanto pela  $E_M^Y$ ; d) o saldo em transações correntes com Serviços e Rendas e com Transações Unilaterais evoluirá na velocidade com que o fez desde o início da década de 1990; e) a política econômica de curto prazo continuará estruturada pelo regime de metas inflacionárias; e, f) em decorrência da insuficiente maturidade que atingiram até o momento, o Plano de Aceleração do Crescimento – PAC, a recém anunciada política industrial ou qualquer outra política econômica setorial não produzirão resultados significativos sobre a capacidade do País para incrementar saldos em transações correntes.

Não é novidade para ninguém que compras externas brasileiras, em grande parte, dependem da taxa real efetiva da moeda do Brasil. No entanto, as mesmas compras estão também fortemente sujeitas ao dinamismo de sua economia e à elasticidade-renda das importações –  $E_m^Y$  da mesma. O Gráfico n. 2 descreve as evoluções da elasticidade renda das importações brasileiras e da taxa de crescimento do PIB desde o primeiro trimestre de 1992. Em cada trimestre indicado no gráfico, a  $E_M^Y$  corresponde à razão entre as variações percentuais das importações e do PIB. Ambas as variações percentuais consideram os valores referentes aos quatro últimos trimestres frente aos valores correspondentes de igual período doze meses antes. As informações relativas à  $E_M^Y$  não são influenciadas por variações dos preços, já que a elasticidade das importações foi calculada com base em índices de quantidades das importações e do PIB calculados pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística – IBGE.

A  $E_M^Y$  eleva-se rapidamente como aumento da taxa de crescimento da economia do País. A decidida relação entre a elevação da propensão a importar brasileira e a aceleração do crescimento da economia é

característica já percebida desde os anos 1960, mas que, com a abertura comercial e financeira empreendidas na década de 90 do século passado, viu-se exacerbada.

Gráfico n. 2 - Elasticidade das importações brasileiras em relação ao PIB



FONTE DOS DADOS BRUTOS: BACEN/IBGE

De fato, o Gráfico n. 2 mostra que, pelo menos, desde o início da década de 1990, a  $E_M^Y$  elevou-se com a aceleração do PIB de maneira recorrente. Para os períodos de mais rápido crescimento econômico, o gráfico sugere impor-se elasticidade das importações próxima a 4,0. O método de regressão estatística foi utilizado para verificar a relação entre a taxa de expansão do PIB e a  $E_M^Y$ . No entanto, ainda que a relação referida tenha se mostrado positiva, seu coeficiente de correlação mostrou-se baixo. Nisso não há surpresa. Além da taxa de crescimento do produto interno, outras variáveis também influenciam o nível da elasticidade-renda das importações. Entre elas destacam-se o nível (e, talvez, a velocidade de variação) da taxa de câmbio, o grau de utilização da capacidade produtiva do País e as barreiras institucionais às compras externas. Todas variaram consideravelmente no período. Isso, sem falar de problemas de defasagem que devem existir. De qualquer modo, confirmando o que sugere o gráfico, a elasticidade-renda das importações de todo o período plotado (de ponta a ponta) é 4,6. Tomando-se o período correspondente à fase de mais intenso crescimento econômico do, ainda vigente, ciclo expansivo da economia brasileira – do primeiro trimestre de 2004 ao primeiro de 2008 –, o nível da  $E_M^Y$  situou-se em cerca de 4,0.

Por isso, em exercício de previsão do volume das importações brasileiras no futuro próximo, toma-se como razoável utilizar o mesmo nível de elasticidade das compras externas, se o crescimento do PIB aproxima-se àquele verificado nos últimos três anos no Brasil.

As estimativas do saldo em transações correntes embasadas nas suposições descritas nos parágrafos anteriores para o período que se estende ao primeiro trimestre de 2011 encontram-se disponíveis a seguir, nas tabelas n. 2, e n. 3. Elas discriminam os saldos em questão de acordo com as taxas supostas de crescimento do PIB, as quais abarcam o intervalo de zero a 6% a.a..

Tabela n. 2 - Saldos em transações correntes em 12 meses - US\$ milhões

Trimestres	Hipótese de crescimento anual do PIB, em percentagem												
	0,0	0,5	1,0	1,5	2,0	2,5	3,0	3,5	4,0	4,5	5,0	5,5	6,0
2007 IV	3.411	3.411	3.411	3.411	3.411	3.411	3.411	3.411	3.411	3.411	3.411	3.411	3.411
2008 I	-9.031	-9.031	-9.031	-9.031	-9.031	-9.031	-9.031	-9.031	-9.031	-9.031	-9.031	-9.031	-9.031
2008 II	-6.954	-7.500	-8.047	-8.594	-9.141	-9.687	-10.234	-10.781	-11.328	-11.875	-12.421	-12.968	-13.515
2008 III	-4.612	-5.820	-7.027	-8.234	-9.442	-10.649	-11.856	-13.064	-14.271	-15.479	-16.686	-17.893	-19.101
2008 IV	-2.310	-4.216	-6.123	-8.029	-9.936	-11.842	-13.748	-15.655	-17.561	-19.468	-21.374	-23.280	-25.187
2009 I	-504	-3.128	-5.751	-8.375	-10.998	-13.622	-16.245	-18.869	-21.492	-24.116	-26.739	-29.363	-31.986
2009 II	1.716	-1.465	-4.668	-7.893	-11.140	-14.408	-17.699	-21.011	-24.346	-27.702	-31.080	-34.480	-37.902
2009 III	4.218	363	-3.540	-7.492	-11.492	-15.540	-19.637	-23.781	-27.974	-32.216	-36.505	-40.843	-45.230
2009 IV	6.679	2.111	-2.533	-7.254	-12.051	-16.924	-21.873	-26.899	-32.001	-37.179	-42.433	-47.764	-53.171
2010 I	8.612	3.313	-2.092	-7.601	-13.215	-18.935	-24.759	-30.688	-36.722	-42.861	-49.105	-55.454	-61.908
2010 II	10.985	5.117	-902	-7.071	-13.394	-19.870	-26.501	-33.289	-40.235	-47.340	-54.606	-62.033	-69.623
2010 III	13.658	7.102	342	-6.625	-13.803	-21.194	-28.800	-36.626	-44.673	-52.946	-61.445	-70.176	-79.139
2010 IV	16.288	9.005	1.460	-6.351	-14.434	-22.792	-31.431	-40.355	-49.568	-59.075	-68.881	-78.990	-89.407
2011 I	18.357	10.328	1.978	-6.699	-15.710	-25.062	-34.759	-44.809	-55.218	-65.993	-77.138	-88.662	-100.569

Fonte dos dados para as estimativas: BACEN

Tabela n.3 - Saldos em transações correntes em 12 meses - em percentagem do PIB

Trimestres	Hipótese de crescimento anual do PIB, em percentagem													
	0,0	0,5	1,0	1,5	2,0	2,5	3,0	3,5	4,0	4,5	5,0	5,5	6,0	
2007 IV	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	
2008 I	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	
2008 II	-0,6	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1	
2008 III	-0,4	-0,5	-0,6	-0,7	-0,8	-0,9	-1,0	-1,1	-1,2	-1,3	-1,4	-1,5	-1,6	
2008 IV	-0,2	-0,3	-0,5	-0,7	-0,8	-1,0	-1,1	-1,2	-1,4	-1,5	-1,7	-1,8	-2,0	
2009 I	0,0	-0,3	-0,5	-0,8	-1,0	-1,2	-1,5	-1,7	-1,9	-2,1	-2,3	-2,5	-2,7	
2009 II	0,2	-0,1	-0,4	-0,7	-1,0	-1,3	-1,5	-1,8	-2,1	-2,3	-2,6	-2,8	-3,1	
2009 III	0,4	0,0	-0,3	-0,6	-1,0	-1,3	-1,6	-1,9	-2,2	-2,6	-2,9	-3,2	-3,5	
2009 IV	0,6	0,2	-0,2	-0,6	-1,0	-1,3	-1,7	-2,1	-2,4	-2,8	-3,2	-3,5	-3,9	
2010 I	0,8	0,3	-0,2	-0,7	-1,2	-1,7	-2,2	-2,7	-3,1	-3,6	-4,1	-4,5	-5,0	
2010 II	1,0	0,5	-0,1	-0,6	-1,2	-1,7	-2,2	-2,7	-3,3	-3,8	-4,3	-4,8	-5,3	
2010 III	1,2	0,6	0,0	-0,5	-1,1	-1,7	-2,3	-2,9	-3,4	-4,0	-4,6	-5,2	-5,8	
2010 IV	1,3	0,7	0,1	-0,5	-1,1	-1,7	-2,4	-3,0	-3,6	-4,3	-4,9	-5,5	-6,2	
2011 I	1,8	1,0	0,2	-0,6	-1,4	-2,2	-3,0	-3,8	-4,5	-5,3	-6,1	-6,9	-7,7	

Fonte dos dados para as estimativas: BACEN

Infere-se das estimativas apresentadas que à medida que se verifiquem taxas de crescimento do PIB progressivamente mais elevadas, a deterioração das transações correntes brasileiras terá intensidade cada vez maior. Além disso, para dada taxa de crescimento da economia, a deterioração avança no decorrer do tempo. Considerando taxas médias de crescimento anual do PIB entre 4,0% e 5,5% , as estimativas são de que o déficit em transações correntes, já em 2008, se situe entre 1,4% e 1,8 % do valor da produção interna bruta ou entre 4,5% e 6,9% ao primeiro trimestre de 2011.

### **A relação despesas correntes / receitas correntes e a fragilidade financeira externa da economia brasileira no decorrer dos próximos três anos**

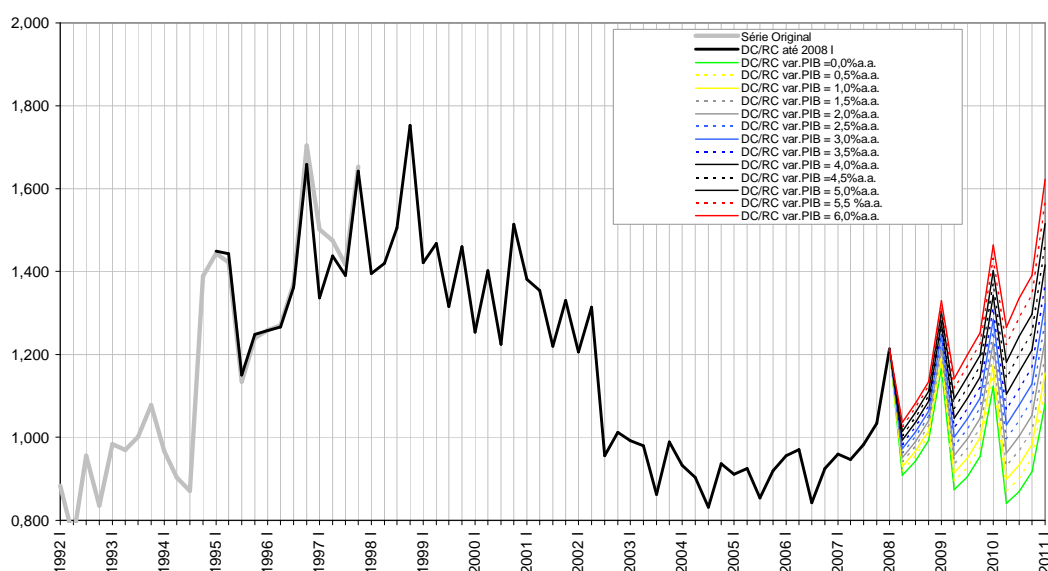
Ao iniciar esse item, é recomendável recuperar a essência do descrito na secção 2. *Fragilidade Financeira Externa: conceitos e indicadores*. Lá, além de especificar os conceitos de Fragilidade Financeira e Fragilidade Financeira Externa, respectivamente, de Minsky (1986) e de Paula e Alves Jr. (1999), mostrou-se que, à medida que as unidades econômicas aumentam o montante de seu endividamento e/ou pioram a qualidade do mesmo – reduzindo o seu prazo de maturação –, as estruturas financeiras que a elas correspondem caminham da posição *hedge*, para *especulativa* e, daí, para a *Ponzi*. Ao avançarem nesse

caminho, as mesmas unidades têm aumentadas dificuldades de cumprir seus compromissos financeiros e ficam obrigadas a renegociar, com freqüência crescente, o financiamento de seu passivo. Isso as coloca em posição cada vez mais *frágil* diante de seus credores que, progressivamente mais temerosos da perda de qualidade de seus ativos, passam a oferecer maior resistência para refinaranciar as unidades e, assim, impõem limites ao seu crescimento econômico. Ainda na mesma secção, argumentou-se que a relação despesas correntes/receitas correntes do balanço de pagamentos de determinado país constitui adequado indicador da fragilidade financeira externa do mesmo país.

No presente item, apresentam-se projeções para a relação DC/RC até o primeiro trimestre de 2011, segundo a taxa suposta de crescimento da economia brasileira. Como já deve ter ficado claro para o leitor, as mesmas projeções pretendem servir de indicador da fragilidade financeira externa do Brasil nos três anos vindouros. Não é demais destacar que elas derivam das previsões dos saldos em transações correntes do Brasil expostas no item anterior, e, portanto, dos mesmos supostos lá adotados.

Além das informações referentes à relação DC/RC do BP brasileiro até março de 2008, o Gráfico n. 3 contém as previsões de evolução da mesma relação para o período que se estende até o primeiro trimestre de 2011. Ao final de 1998, a relação observada atingiu seu valor mais elevado desde o início dos anos 90 do século passado. As explicações para o fato já se encontram sedimentadas na literatura a respeito. O movimento da DC/RC para o nível do último ano citado se deve tanto às aberturas comercial e financeira empreendidas na primeira metade da década de 1990 quanto à valorização cambial do real que teve curso entre meados de 1994 e o final de 1998, com o regime de metas cambiais.

**Gráfico n. 3 - RELAÇÃO DESPESAS CORRENTES/RECEITAS CORRENTES SEGUNDO A HIPÓTESE DE CRESCIMENTO DO PIB - BRASIL - 1992 A 2011**



FONTE: Tabela n. 4

Entre o início de 1999 e meados de 2003, a DC/RC caiu firmemente. De um lado, a queda ocorreu em razão do pequeno dinamismo da economia brasileira naqueles anos – 1,9% a.a.. De outro, ela resultou da combinação da desvalorização cambial decorrente da adoção do regime de câmbio flutuante em janeiro de 1999 e do ambiente de progressiva melhoria da conjuntura econômica internacional encetada já em 2002. Com a desvalorização cambial e a melhoria da conjuntura internacional, as exportações brasileiras passaram a expandir-se com elevada velocidade a partir de 2003. (Ver Tabela n.1).<sup>1</sup>

No intervalo entre os terceiros trimestres de 2003 e de 2006, a relação entre despesas e receitas correntes do BP brasileiro manteve-se estável. A continuidade da melhoria do ambiente econômico internacional manteve aceleradas as exportações do Brasil, se bem que a taxas de crescimento progressivamente menores. É provável que a menor aceleração das últimas no mesmo intervalo tenha resultado também da dramática valorização cambial que vem tendo curso no Brasil desde o primeiro ano citado. Não obstante a alta velocidade de expansão das exportações do País, também as compras externas foram intensamente impulsionadas no período. O impulso sobre as importações brasileiras deveu-se não só à referida valorização cambial mas, também, ao dinamismo que tomou conta da economia nacional já em 2004. Do movimento conjunto das vendas e das compras ao exterior, resultaram taxas de expansão das despesas e das receitas correntes externas em velocidades aproximadas, viabilizando a estabilidade da relação DC/RC entre os terceiros trimestres de 2003 e 2006.

Desde o terceiro trimestre de 2006 e até o presente (primeiro trimestre de 2008), a DC/RC manteve-se em contínua elevação. O seu crescimento ocorreu apesar da preservação da propícia conjuntura econômica internacional vigente desde 2002. Acontece que, não obstante tal conjuntura, também tiveram continuidade os movimento de valorização cambial do real e de rápido crescimento econômico no Brasil, os quais, via importações, impuseram a contração dos saldos externos correntes do País. Com isso, a diferença entre as velocidades de expansão das despesas correntes e das receitas correntes, negativas até o final de 2005, tornou-se positiva em 2006 e passou a ascender intensamente desde meados de 2007.

Nas condições supostas no item anterior, estima-se que, no período posterior a março de 2008, a DC/RC evolua em relação direta à taxa de expansão do PIB, perfazendo os movimentos descritos pelas previsões disponíveis no Gráfico n. 3 e na Tabela n. 4. As comparações entre os valores previstos da relação estudada correspondentes a iguais trimestres de dois anos consecutivos quaisquer mostram que a DC/RC será descendente se a velocidade de expansão do PIB for igual ou inferior a 1,5% a.a. e, ascendente, se a mesma velocidade for superior a 2,0% a.a.. Ao dinamismo médio que economia brasileira vem apresentando nos últimos quatro anos – 4,4% a.a. – a relação representativa da fragilidade financeira externa assumiria valor muito próximo a 1,465 ao início de 2008. Esse valor assemelha-se à média da DC/RC vigente entre o final de 1996 e o início de 1999, quando, como é sabido, o déficit externo corrente do País era muito elevado para ser financiado com facilidade.

---

<sup>1</sup> Na verdade, já em 2000, as vendas externas brasileiras haviam entrado em aceleração. Contudo, as dificuldades vividas, sobretudo, pelas economias americana e argentina em 2001 impuseram forte desestímulo sobre o comércio internacional. O desestímulo encontrou expressão nas exportações do Brasil, não só em 2001, mas, também, em 2002, reduzindo, de maneira significativa, sua velocidade de expansão.

TABELA N. 4 - RELAÇÃO DESPESAS CORRENTES / RECEITAS CORRENTES - DC/RC SEGUNDO A HIPÓTESE DE CRESCIMENTO ECONÔMICO

TRIMESTRE	DR/RC segundo a hipótese de crescimento do PIB - %												
	0,0	0,5	1,0	1,5	2,0	2,5	3,0	3,5	4,0	4,5	5,0	5,5	6,0
2008 I	1,214	1,214	1,214	1,214	1,214	1,214	1,214	1,214	1,214	1,214	1,214	1,214	1,214
2008 II	0,909	0,919	0,930	0,941	0,951	0,962	0,972	0,983	0,994	1,004	1,015	1,025	1,036
2008 III	0,943	0,955	0,966	0,978	0,990	1,001	1,013	1,025	1,036	1,048	1,060	1,071	1,083
2008 IV	0,993	1,004	1,016	1,028	1,040	1,052	1,063	1,075	1,087	1,099	1,111	1,123	1,134
2009 I	1,167	1,181	1,194	1,208	1,221	1,235	1,248	1,262	1,275	1,289	1,302	1,316	1,329
2009 II	0,874	0,894	0,914	0,935	0,957	0,978	1,001	1,023	1,046	1,069	1,093	1,117	1,142
2009 III	0,905	0,927	0,950	0,973	0,996	1,020	1,044	1,069	1,094	1,120	1,146	1,172	1,199
2009 IV	0,954	0,976	0,999	1,023	1,046	1,071	1,095	1,120	1,146	1,172	1,198	1,225	1,253
2010 I	1,123	1,149	1,175	1,201	1,229	1,256	1,285	1,313	1,342	1,372	1,402	1,433	1,464
2010 II	0,841	0,869	0,899	0,930	0,962	0,996	1,030	1,066	1,104	1,142	1,182	1,223	1,266
2010 III	0,869	0,901	0,933	0,967	1,003	1,039	1,077	1,117	1,158	1,200	1,244	1,289	1,336
2010 IV	0,917	0,949	0,983	1,017	1,053	1,090	1,129	1,169	1,210	1,253	1,297	1,343	1,391
2011 I	1,081	1,118	1,156	1,195	1,236	1,279	1,323	1,369	1,416	1,465	1,516	1,568	1,622

FONTE DOS DADOS PARA AS ESTIMATIVAS: BACEN

No caso de repetir-se o ocorrido entre 1996 e 1999, em algum momento no tempo, a maior fragilidade financeira redundará em resistência crescente ao refinanciamento do passivo da economia brasileira e o real tenderá à desvalorização nominal diante das demais moedas. A tendência à desvalorização cambial impulsionará a inflação e as taxas internas de juros, forçando a desaceleração ou, até, a interrupção do crescimento econômico.

O início da desvalorização cambial pode ser significativamente deslocado no tempo pelo Banco Central, mas, no quadro aqui desenhado, um dia ele ocorrerá, podendo impor-se ainda nos próximos dois ou três anos. A protelação da desvalorização cambial poderia ser alcançada por política de atração de capitais externos – especialmente os de curto prazo – e/ou pela utilização das volumosas reservas de que o País dispõe na atualidade. No entanto, é facilmente perceptível que as possibilidades de protelação tendem ao esgotamento no tempo.

Uma vez ocorrido o mesmo esgotamento, a política econômica estaria diante de duas alternativas. A primeira seria a de, simplesmente, aceitar as restrições externas impostas, elevando os juros internos e contendo o crescimento econômico. Nesse caso, o desajuste externo e as pressões inflacionárias seriam corrigidos pela desaceleração da economia. Não há o que comentar a respeito, a não ser realçar o fato de que as restrições externas teriam, mais uma vez, imposto limitações à continuidade do crescimento econômico no Brasil.

A segunda alternativa para a política econômica seria a de passar a perseguir dois *objetivos conflitantes entre si*. De um lado, ela intentaria *preservar o crescimento econômico* através de *taxas de juros internos baixas suficientemente* para dar continuidade à desvalorização nominal do real. De outro, a mesma política buscaria a imposição de *taxas internas de juros elevadas* o bastante para, no limite do possível, *conter a aceleração inflacionária* implícita na elevação continuada da taxa nominal de câmbio. No terreno das intenções – o qual supõe a compatibilização do conflito em tela –, de forma recorrente e com o passar do tempo, a moeda brasileira iria perdendo valor em termos reais diante das demais moedas e a produção interna, ganhando competitividade nos mercados nacional e internacional. Progressivamente, a inflação seria impulsionada, mas os desequilíbrios externos correntes, corrigidos. Dessa forma e ainda no terreno das intenções, ao custo de inflação um pouco maior<sup>2</sup> durante o período de ajuste externo, a mesma

<sup>2</sup> Custo ao qual não se deve deixar de adicionar correspondente elevação da dívida pública interna nominada em moeda estrangeira.



política levaria à superação da fragilidade financeira externa e preservaria, pelo menos em parte, o crescimento encetado em 2004.

No que toca ao estabelecido no parágrafo anterior, não se pode perder de vista que a competitividade externa de um país não depende só do valor da taxa de câmbio de sua moeda, mas, também, da eficiência atividade produtiva nele empreendida. É da natureza da produção capitalista o contínuo aumento da eficiência produtiva. Assim, dadas as relações de valor de troca entre as moedas, perdem continuamente competitividade os países nos quais, de forma recorrente, o incremento da eficiência produtiva atrasa-se em relação ao que ocorre em nível internacional a respeito. Nesses casos, para manterem-se competitivos, os mesmos países obrigam-se a repetidas rodadas de desvalorização cambial que acabam por desorganizar sua economia. Da propensão desorganizadora das desvalorizações cambiais repetitivas, deriva que, em largos períodos de tempo, a competitividade externa duradoura de um país só pode ser alcançada através do contínuo aumento da eficiência de sua atividade produtiva.

Contudo, é de duvidar que a política de objetivos conflitantes referida sequer seja adotada. A sua adoção poria em xeque o regime de metas para a inflação praticado pelo Brasil desde 1999. É amplamente conhecido que, nesse regime, a política monetária tem, como *objetivo único*, o de manter a inflação no intervalo de metas inflacionárias previamente estabelecidas. Isso significa dizer que, no regime aludido, não é admitido viabilizar a continuidade do crescimento econômico ao custo de inflação maior, se, para isso, as metas de inflação restarem ameaçadas. É pouco provável que atualmente haja, no Brasil, condições políticas para ações que ponham em risco o regime de metas para a inflação.<sup>3</sup>

De qualquer forma, supondo a vigência das condições políticas para a adoção da política econômica que absorve também o crescimento da atividade produtiva como objetivo seu, não seria surpresa se o manejo da taxa de juros viesse a se configurar insuficiente.

A dificuldade maior a se antepor à política em questão refere-se aos problemas relacionados aos desequilíbrios no balanço de pagamentos que ela própria tende a gerar durante o período exigido para sua maturação. Taxas de juros reduzidas para ensejar progressiva desvalorização cambial podem resultar em movimentos descontrolados da taxa de câmbio. De forma (quase) imediata no tempo, o intento de produzir progressiva desvalorização seria absorvido nas expectativas dos agentes possuidores de riqueza. A absorção dessas expectativas aumentaria a preferência da posse de moedas estrangeiras estáveis em detrimento da moeda nacional, contribuindo para a autonomização da desvalorização cambial. Além disso, mas de forma mais mediata no tempo, as baixas taxas de juros contribuiriam para o crescimento da atividade produtiva interna e das importações, fazendo expandir (contrair) os déficits (os superávits) em transações correntes do País. A deterioração das transações correntes externas constituiria outro fator a impor a autonomização da desvalorização cambial. Em termos tendenciais, as duas formas de autonomização da desvalorização da moeda brasileira levariam ao risco de perda do equilíbrio macroeconômico do País.

---

<sup>3</sup> Ver SOUZA, Enéas....

Poder-se-ia responder dizendo que, com o passar do tempo e tudo acontecendo conforme o desejado, a desvalorização real do câmbio justificaria investimentos capazes de competir com a produção externa nos mercados nacional e externo. Ao maturarem tais investimentos, o incremento das exportações e a redução das importações deles decorrentes poderiam atuar no sentido de eliminar os déficits externos correntes (ou a reduzi-los a níveis financiáveis em moedas externas), não só superando as tendências de desvalorização cambial e de incremento dos preços internos mas, também, viabilizando a continuidade do crescimento econômico.

No entanto, é provável que parcela importante das decisões dos investimentos referidos sejam abandonadas ou proteladas no caso de tornarem-se muito intensas as tendências de desvalorização cambial e de elevação interna de preços no decorrer do intervalo exigido para que as mesmas decisões sejam maturadas. Essas tendências desorganizam orçamentos públicos e privados (os últimos referentes não só a empresários da área produtiva e financeira, mas, também, a trabalhadores). Não é difícil de entender que, nesse ambiente, ações destinadas a conter o movimento de desvalorização cambial e a inflação teriam sua legitimidade política incrementada. Nesse sentido, a maior legitimidade política para conter a desvalorização cambial e a inflação tenderia a redundar em elevação das taxas internas de juros. Essa elevação, por sua vez, comprometeria a continuidade de, pelo menos, parte dos investimentos necessários à correção dos desequilíbrios externos correntes correspondentes ao crescimento econômico intensificado, mesmo que o dinamismo da atividade produtiva interna não se aproxime daquela verificada em alguns países de grau de desenvolvimento semelhante ao do Brasil. Assim sendo, outra vez, não restaria à política econômica outra alternativa do que a de corrigir os desequilíbrios externos com a contenção do crescimento econômico interno.

Não se entenda que as considerações relativas à insuficiência da redução das taxas internas de juros para promover a desvalorização cambial e viabilizar a continuidade do crescimento econômico têm a pretensão de desaconselhar a busca incessante de baixas taxas de juros. Juros reduzidos são essenciais para estimular o investimento de forma direta – através da redução do custo de oportunidade do dinheiro – ou indireta – ao colaborarem para vigência de reduzidos níveis de capacidade ociosa do aparato produtivo existente. Assim, juros baixos são essenciais também para a continuidade do crescimento econômico que se quer ver preservado. No entanto, especialmente depois que o mundo foi envolvido pela globalização e financeirização, a queda dos juros não pode ultrapassar os limites que correspondem à capacidade de financiamento externo da economia em que a mesma queda tem curso. Por isso, se determinada velocidade de crescimento econômico correspondente a específica taxa de juros significar excessiva necessidade de financiamento externo não há alternativa à elevação dos juros e à contenção da expansão da economia que não sejam políticas específicas de competitividade externa.

Assim, na inexistência de amadurecidas políticas do tipo que se acaba de referir, conclui-se que, a menos que haja surpreendente disponibilidade de financiamento externo para o Brasil, é pequena a possibilidade de que o crescimento econômico leve aos níveis de déficits correntes e da relação DC/RC previstos nessa secção. Antes que tais níveis sejam alcançados, é mais provável que a redução do crescimento econômico imponha o ajuste dos desequilíbrios externos da economia brasileira.

*Pelo que se mostrou até aqui, a evolução da fragilidade financeira externa pode tornar-se importante o suficiente para comprometer o crescimento da atividade produtiva no Brasil ainda na vigência do atual mandato presidencial. Frisa-se mais uma vez, que, para tanto, não é necessário que a conjuntura internacional se deteriore significativamente, redundando em diminuição dos saldos comerciais, em aumento das remessas de rendas para o exterior e na reversão do fluxo de capitais externos dirigidos ao País. Basta que, na ausência de amadurecidas políticas de longo prazo, a elasticidade renda das importações mantenha a mesma relação com o crescimento econômico que vem vigorando, pelo menos, desde o início da década de 1990. Essa última condição corresponde a de que, de fato, continue a prevalecer exclusividade da política econômica de metas de inflação, que só tem, como preocupação, o curto prazo e, nele, o controle a inflação.*

Em síntese, a segunda secção deste artigo utilizou o conceito de fragilidade financeira externa para realçar o perigo de promover crescimento econômico excessivo o bastante para gerar déficits externos correntes exagerados e, dessa maneira, poder ser, adequadamente, caracterizado como um “salto maior do que as pernas”. Esta secção mostra que, na ausência de política de longo prazo destinada a promover o incremento dos saldos correntes externos, o País esteja à margem de avançar mais rapidamente do que podem suas pernas.

#### **4. Considerações conclusivas**

Finalizando esse artigo, é necessário abrir mão do (heróico) suposto de que a conjuntura internacional não sofrerá deterioração no futuro próximo. A sua utilidade foi a de dar destaque à idéia de que a economia brasileira não corre só os riscos decorrentes do agravamento da conjuntura internacional no futuro próximo, mas igualmente de problemas de natureza interna.

Dentre os mesmos problemas, destacam-se os relativos à competitividade nos mercados nacional e internacional da produção interna frente à realizada no exterior, os quais não serão superados por recorrentes e desorganizadoras desvalorizações cambiais. Sua superação, se é que ela é possível, exige madura e eficaz política de desenvolvimento econômico, que se caracterize por possuir, entre outros atributos, o do comprometimento com a melhoria da competitividade externa brasileira no longo prazo. Essa política buscaria evitar o salto maior que as pernas, não diminuindo a velocidade crescimento econômico, mas tornando as pernas da economia brasileira mais aptas para a corrida. Na ausência de tal política, os ciclos de expansão da economia brasileira tenderão ao *stop-and-go* que o País vive desde o início dos anos oitenta do século passado. Utilizando figura muito surrada, costuma-se dizer que, inexistindo a mesma política de longo prazo, a economia brasileira não atingirá as condições para realizar o desejado vôo da águia, tendo que resignar-se com o vôo da galinha. Sendo o atual ciclo de expansão da economia brasileira reconhecidamente mais propício que os seus precedentes desde 1980 no sentido de produzir as condições necessárias à sua continuidade – dado que envolve significativo aumento da taxa de investimento – talvez seja razoável reconhecer que a referida figura seja é excessivamente rigorosa para descrever *tudo* o que vem ocorrendo. Nesse caso, quem sabe, a metáfora de uma *galinha turbinada pela excepcional conjuntura internacional dos últimos anos*, mas, ainda assim, a figura de uma galinha, não de

uma águia, seja capaz de descrever com mais adequação o potencial de crescimento de que dispõe a economia brasileira com os instrumentos de política econômica hoje amadurecidos.

A introdução deste artigo trouxe à cena o fato de que, depois de quase três décadas de lento e instável crescimento, a economia brasileira vem emitindo sinais que têm sido interpretados como aqueles correspondentes à reconquista da capacidade de crescimento duradouro perdida ao início dos anos 1980. Verificando-se de fato a reconquista aludida, sobrarão motivos para comemoração pela sociedade brasileira, ainda que o crescimento atualmente projetado seja menos intenso do que aquele que caracterizou o período de 1956 a 1980.

No entanto, a mesma introdução, apoiando-se em Keynes, lembra que o futuro é incerto no sentido de que não há mecanismo científico capaz de prevê-lo adequadamente quando a investigação refere-se à economia e, em especial, a temas tão complexos como o crescimento econômico de uma nação no porvir. A inexistência de método científico para a finalidade apontada obriga àquele que necessita olhar para o futuro a fazer uso de suposições que advêm de sua subjetividade. Assim, a previsão de fenômenos econômicos complexos da economia é atravessada por subjetividades que lhe conferem caráter precário. O caráter precário das especulações não as torna inúteis. Ao contrário, desde que, delas, não se queira retirar mais do que elas são capazes de prover, as aqui denominadas especulações podem ser muito úteis. As especulações podem revelar-se equívocos rotundos, mas não é obrigatório que assim o seja. Aliás, especulações, muitas vezes, constituem elemento capaz de contribuir na difícil tarefa de desvelar a realidade. A ciência econômica já conquistou inúmeros avanços em processo recorrente que parte da observação da realidade, para construir especulações desveladoras da mesma e retornando à primeira para verificar a capacidade explicativa das mesmas especulações.

Contudo, ainda assim, como as especulações a respeito do futuro da economia brasileira referidas neste trabalho não resultam do aludido processo de recorrente de construção do conhecimento, deve-se reconhecer que elas têm o caráter precário de meras especulações. Com isso, se quer lembrar que as aludidas esperanças de crescimento duradouro no Brasil têm reduzida base científica. Mais do que isso, deseja-se afirmar que a economia brasileira também emite sinais para formular outra especulação, a de que o crescimento contínuo da atividade produtiva no Brasil poderá ter vida mais curta do que sugere a primeira especulação.

A segunda seção deste artigo partiu de Minsky e de Paula e Alves Jr. para mostrar que *economias nacionais que se utilizam demasiadamente do financiamento externo ou fazem uso excessivo de operações passivas de curto prazo tendem a restar frágeis diante de seus credores no momento da necessária renegociação de seus passivos*. Isso porque, o excesso de compromissos de pagamentos assumidos para determinados períodos que deriva da intensidade e ou da forma que as mesmas economias se financiam constitui risco de perda de capital para seus credores. O maior risco torna os últimos refratários à concessão de novos créditos ou até mesmo à renegociação dos passivos das economias em questão. *Necessitadas de crédito externo para dar continuidade ao seu crescimento, diante da resistência de seus*

*credores no sentido de concedê-lo, a tais economias não resta outra saída do que desacelerar ou interromper a expansão da atividade produtiva.*

Na terceira secção mostrou-se que o crescimento econômico brasileiro depende em demasia do financiamento externo. Em outras palavras, a elasticidade-renda das importações da economia brasileira é de tal forma relacionada ao crescimento econômico que, quando o dinamismo da mesma é incrementado, suas compras externas tendem a expandir com rapidez muito maior do que suas vendas externas. A conseqüência é a de que, no caso do Brasil, *o crescimento econômico, quando relativamente acelerado, leva rapidamente à geração de déficits em transações correntes em montantes elevados o suficiente para gerar resistência ao seu financiamento.* Essa é mensagem que está contida nas previsões para o comportamento do saldo em transações correntes e da relação despesas correntes / receitas correntes para os próximos três anos na secção em referência.

*Enquanto houver suficiente financiamento externo, é provável que o crescimento econômico seja preservado com concomitante endividamento do País em moeda estrangeira*.<sup>4</sup> Alternativamente – isto é, na falta de suficiente financiamento externo –, entrariam em erosão as volumosas reservas externas de que, atualmente, dispõe o Brasil. Em algum ponto da trajetória de erosão das mesmas não muito distante no tempo, a desvalorização cambial começaria a impor-se com força crescente. As metas inflacionárias seriam ameaçadas e as taxas de juros internas, elevadas. Com a elevação das últimas, o crescimento econômico teria diminuída sua intensidade se não que anulada. O mesmo ocorreria com os desequilíbrios externos correntes. Dessa forma, *esgotando-se o financiamento externo, a continuidade do atual crescimento econômico seria sacrificada para ajustar as contas externas.*

Já se disse que um dos mais decisivos supostos para as conclusões a que se chegou nesse artigo até esse momento é o de que a conjuntura econômica internacional observada até 2007 continuará a prevalecer no futuro. Também se fez referência a que o uso do mesmo suposto foi um mero artifício de argumentação.

Realmente supor a continuidade da presente conjuntura econômica internacional no futuro imediato é afastar-se do bom senso. Os fatos que vem sendo observados e as análises a respeito do assunto são persuasivos o suficiente para convencer a (quase) todos do acerto da proposição de que, no momento, o mundo se encontra na passagem para conjuntura nada alentadora. Essa matéria é conhecida demais para exigir considerações adicionais. *A piora da conjuntura internacional está dada*, limitando-se a discussão a respeito do seu diagnóstico, de sua duração e intensidade e do que é necessário fazer para superar as dificuldades que futuro trará. De qualquer maneira, o que, agora, se impõe nesse artigo é abrir mão do artifício de argumentação aludido.

*A idéia de que o mundo caminha para difícil conjuntura internacional reforça os argumentos até aqui dispostos.* Em conjunturas internacionais difíceis, o comércio internacional perde dinamismo e a geração de saldos em transações correntes é, em muito, dificultada. Tal quadro internacional aceleraria a deterioração

---

<sup>4</sup> O crescimento econômico terá continuidade na suposição adicional de que a inflação não surja como decorrência de desequilíbrios internos entre oferta e demanda agregadas.

das contas correntes externas brasileiras para dado nível de expansão de seu PIB. Com isso, o dilema entre preservar o crescimento econômico e as contas externas correntes far-se-ia presente em prazo de tempo mais restrito e com intensidade maior. Além disso, sabe-se que, em conjunturas internacionais difíceis, os fluxos internacionais de capital tendem a reduzir-se e a tornar-se mais seletivos. Daí derivaria mais rápido decréscimo das reservas externas, encurtando o espaço temporal necessário para a desvalorização cambial, da qual emergiria a elevação das taxas de juros e desaceleração ou, até mesmo, a interrupção do crescimento do PIB brasileiro.

Política econômica de longo prazo destinada a pensar e corrigir problemas de continuidade do crescimento econômico que derivam dele próprio pode aumentar os graus de liberdade da sociedade brasileira para definir o nível futuro de sua atividade produtiva. O ambiente internacional será sempre de grande importância impositiva, mas a imposição dele advinda não é absoluta. O desejo de conquistar maior poder para definir as possibilidades de crescimento da economia brasileira tem grande importância na caracterização do segundo mandato presidencial de Lula frente ao primeiro. É do referido desejo que resultam iniciativas como o Plano de Aceleração do Crescimento – PAC e da nova política industrial que está por ser anunciada.<sup>5</sup> No que refere ao tema desse artigo, a política econômica de longo prazo a que se faz referência teria de estar voltada para o aumento da competitividade da produção brasileira nos mercados nacional e internacional. Mas essa política deve atingir a abrangência e maturidade que, até agora, não demonstrou ter. Ainda assim é o que inspira esperança de ver a economia do País retomar o crescimento econômico duradouro.

Porto Alegre, 3 de junho de 2008

### **Bibliografia**

ALMEIDA, Pedro. (2008). A MÁQUINA DE CRESCIMENTO ECONÔMICO INTERNACIONAL: arquitetura, avanço, fragilidades e crise. Indicadores Econômicos o FEE. Volume 35, n.3, 2008.

BELLUZO, Luiz Gonzaga de Mello, "Era da turbulência", Valor Econômico 18/09/2007

BERNANKE, Ben S.. 2008. The economic outlook. Depoimento perante o Comitê de Orçamento da U.S. House of Representatives

CARVALHO, Fernando Cardim de. O FMI está certo! Coluna do Valor Econômico, 31 de janeiro de 2008.

DELFIN NETTO, Antônio (01/04/2008). Daqui a quatro ciclos. Valor, página A2. (capturado em 01/04/2008).

KEYNES, J. M. (1982). A teoria geral do emprego, do juro e da moeda. Atlas, 1982

---

<sup>5</sup> Para entender as bases políticas das características diferenciadoras do Segundo Governo Lula, ver SOUZA, Enéas (2007) e SOUZA (2007a). A respeito da informações da política industrial a ser anunciada, ver RADIOBRÁS/AGÊNCIA BRASIL (15/04/2008)

MINSKY, H. P. (1986). *Stabilizing an unstable economy*. New Haven & London: Yale University Press.

PAULA, Luiz Fernando & ALVES JUNIOR, Antônio José. (1999). Fragilidade financeira externa e os limites da política cambial do Real. *Revista de Economia Política*, vol. 19. no. 1(73), janeiro-março de 1999.

SCHERER. A. (2007a). O medo da “cascata da desalavancagem sistêmica”. Publicado no Blog [www.econobrasil.blogspot.com](http://www.econobrasil.blogspot.com)

SCHERER. A. (2007b). A Crise de Crédito Global: uma crise da globalização financeira. Publicado no Blog [www.econobrasil.blogspot.com](http://www.econobrasil.blogspot.com)

SCHERER. A. (2007b). Palestra no auditório da FEE, em julho de 2007.

SOUZA, E..(2007a). A METAMORFOSE DA POLÍTICA ECONÔMICA BRASILEIRA. *Revista Indicadores Econômicos*, da Fundação de Economia e Estatística. Ano 35, n.2

SOUZA, E..(2007b). DA ESTRATÉGIA DO INVESTIMENTO NASCEM AS NAÇÕES. *Revista Indicadores Econômicos*, da Fundação de Economia e Estatística. Ano 34, n.4

SOUZA, E..(2007c). Titanic sem Leonardo Di Caprio. *Carta de Conjuntura FEE*. Ano 16, N.10, Outubro de 2007

SUMMERS, Lawrence, (2008). Why America must have a fiscal stimulus .....

TORRES FILHO, Ernani T.. (2008) Entendendo a crise do subprime. *Visão do Desenvolvimento*. BNDES. Capturado em [www.bndes.gov.br/conhecimento/visão/visão-44.pdf](http://www.bndes.gov.br/conhecimento/visão/visão-44.pdf). dia 30/01/2008

Valor Online. FMI reduz previsão de crescimento dos EUA e do mundo em 2008. Capturado na internet em 01/02/2008, em <http://www.valoronline.com.br>.