

EVOLUÇÃO RECENTE DAS NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO EXTERNO DA ECONOMIA BRASILEIRA

Frederico Araujo Turolla¹
Mario Antonio Margarido²

1 - INTRODUÇÃO

Ao longo da década de 90, observa-se que a economia brasileira apresentou dois períodos distintos em termos de sua evolução. O primeiro período, que se estende de 1990 até junho de 1994, foi marcado, principalmente, pelo início do processo de abertura comercial implementado pelo Governo Collor. Outros dois aspectos, também importantes relacionados a esse período, referem-se ao fato de que, no âmbito interno, houve um recrudescimento do processo inflacionário, enquanto que, na área externa, a expansão da economia mundial, liderada pelo longo ciclo de crescimento da economia norte-americana, aliada a uma política cambial, que visava manter a paridade do poder de compra³ da moeda nacional via sistemáticas desvalorizações, proporcionaram ao País obter *superávits* na Balança Comercial⁴ e permitiram o relativo equilíbrio da Balança de Transações Corren-

tes⁵ e do próprio Balanço de Pagamentos nesse período.

O segundo período, o qual inicia-se com a implementação do Plano Real, em julho de 1994, apresentou características completamente diferentes relativamente ao primeiro período, seja no âmbito doméstico quanto externo. Utilizando como principal instrumento a âncora cambial, o Plano Real proporcionou forte redução da evolução das taxas de inflação por meio da valorização da moeda brasileira. Em função desse fato, a Balança Comercial passou a apresentar sucessivos *déficits*, que tiveram de ser cobertos pela entrada de capitais externos para manter o equilíbrio da Balança de Pagamentos. No início, dado que a economia mundial encontrava-se numa fase ainda ascendente e havia abundância de capitais, aliado ao processo de privatização de diversas empresas estatais, o fluxo de capitais externos compensou, com relativa tranqüilidade, os *déficits* da Balança Comercial. No entanto, a partir de 1995, uma série de crises em países emergentes, México (1995), Leste Asiático (Coreia do Sul, Hong Kong, Singapura, Malásia, Indonésia, Tailândia e Filipinas) em 1997, Rússia (1998), causaram forte impacto negativo sobre o fluxo internacional de capitais, colocando em xeque o modelo de financiamento externo adotado pelo Brasil. A ruptura total desse modelo aconteceu em janeiro de 1999, quando as reservas cambiais encontravam-se num nível crítico e o Banco Central dei-

¹Economista, Mestre, Professor de Análise de Conjuntura das Faculdades Oswaldo Cruz (e-mail: fredturolla@gvmail.br).

²Economista, Doutor, Pesquisador Científico do Instituto de Economia Agrícola (e-mail: mamargarido@iea.sp.gov.br).

³A Paridade do Poder de Compra ou taxa de câmbio real é definida pela relação entre um índice de preço externo (P^*) e doméstico (P), sendo ambos considerados em uma mesma moeda, ou seja, essa relação envolvendo esses dois índices de preços é multiplicada pela taxa de câmbio nominal (E_0). Em termos matemáticos, a taxa de câmbio

real é representada pela seguinte fórmula: $E_t = E_0 \frac{P_t^*}{P_t}$.

Portanto, quando a inflação doméstica é superior relativamente à inflação internacional, para manter a paridade do poder de compra da moeda, é necessário que a taxa de câmbio nominal seja desvalorizada, de tal forma, a compensar a diferença entre a inflação externa e a doméstica.

⁴O saldo da Balança Comercial registra a diferença entre as exportações e as importações. Quando esse saldo é positivo, significa que o país tem *superávit* em relação ao resto do mundo, ou seja, as exportações superam as importações e o país acumula divisas. Quando esse saldo é negativo, ocorre o contrário.

⁵O Balanço de Pagamentos divide-se em Transações Correntes (Balança Comercial, Balança de Serviços e Transferências Unilaterais) e Movimentos de Capitais (Movimentos de Capitais Autônomos e de Capitais Compensatórios). Para que o Balanço de Pagamentos permaneça em equilíbrio, *déficits* em Transações Correntes necessariamente têm de ser compensados por *superávits* na conta de capitais e, conseqüentemente, eleva a dependência do país em relação ao capital internacional. Portanto, dado que, historicamente, o Brasil apresenta *déficits* na Balança de Serviços, para que as transações correntes permaneçam equilibradas, há necessidade de geração de *superávits* na Balança Comercial, visando assim, reduzir a dependência do capital externo.

xou de atuar no mercado cambial, ou seja, o sistema de câmbio fixo foi abandonado e, de maneira abrupta, passou-se para um sistema de câmbio flutuante.

O objetivo desta análise é a identificação dos padrões de comportamento recente desse processo, a partir da implementação do Plano Real, visando, assim, extrair lições que possam contribuir para a avaliação das perspectivas futuras.

2 - NOVO CENÁRIO DA ECONOMIA BRASILEIRA

A estabilização de preços pelo Plano Real, a partir de 1994, trouxe novas perspectivas para a economia brasileira. No entanto, uma sequência de crises abalou o conjunto dos países emergentes durante praticamente toda a segunda metade dos anos noventa, trazendo fortes impactos internos. Durante esse período, a defesa do regime cambial de bandas provocou forte aumento do ritmo de acumulação de dívida pública doméstica e externa enquanto os esforços de reforma estrutural da economia brasileira se mostraram insuficientes. A manutenção da trajetória descendente da inflação foi conseguida ao custo de baixo crescimento econômico e uma expansão preocupante dos estoques de dívida pública interna e externa.

No final de 1998, a percepção da forte contaminação da economia brasileira pela crise russa, na presença de elevadas necessidades de financiamento do setor público e do setor externo, deu origem a uma importante reação do governo brasileiro. Naquele momento, foi lançado um ambicioso programa de ajuste fiscal com base na geração de expressivos *superávits* primários. O comprometimento do governo com o ajuste fiscal foi o primeiro marco importante de uma trajetória positiva da economia no período de cerca de dois anos que se seguiram.

A entrada em cena do Fundo Monetário Internacional (FMI) foi decisiva na reversão das expectativas, permitindo a continuidade da rolagem dos estoques de dívida. Além de fornecer um colchão de proteção financeira, coordenando um programa internacional de crédito emergencial ao Brasil, o FMI deu seu aval ao compromisso fiscal do governo brasileiro. Um importante aspecto dessa participação é que o

Fundo sancionou o critério primário⁶ para a medição do desempenho fiscal, que permitiu isolar a avaliação de esforço fiscal efetivo ao mesmo tempo em que a situação global se deteriorava com o aumento do serviço da dívida pública.

Em função da mudança da política cambial no início de 1999, iniciou-se uma trajetória de recuperação dos fundamentos da economia, representada por uma queda significativa nas necessidades de financiamento tanto do setor público quanto do setor externo. Adicionalmente, o regime de câmbio flutuante foi reconhecido como importante amortecedor contra os efeitos de novas crises. Uma vez estabilizado o processo de *overshooting*⁷ da taxa de câmbio, alguns meses após a flutuação, os agentes passaram a trabalhar com um horizonte bem mais previsível, especialmente por reduzir a expectativa sobre a possibilidade de novas variações abruptas da taxa cambial.

A flutuação do câmbio mudou a trajetória descendente da taxa de inflação, mas essa mudança foi bem mais suave que em processos semelhantes ocorridos em outros países, como o caso mexicano de meados da década de 90. A economia mostrou-se capaz de absorver com relativa tranquilidade os impactos do choque, tanto por fatores da oferta, em que os produtores foram submetidos a uma forte pressão competitiva durante um longo período de apreciação cambial, quanto pelo lado da demanda, em que os consumidores haviam desenvolvido uma noção mais clara de preços relativos que favoreceu a substituição de produtos em resposta a aumentos de preços. A contenção dos preços foi ainda favorecida pelo nível deprimido da atividade econômica, enquanto a entrada de uma

⁶O conceito primário desconsidera as despesas financeiras do setor público no cálculo das necessidades de financiamento.

⁷Basicamente, o *overshooting* (ou ultrapassagem) da taxa de câmbio caracteriza-se pela abrupta mudança do nível da taxa cambial em curto espaço de tempo. No caso brasileiro, desde o Plano Real até dezembro de 1998 imperou o sistema de câmbio fixo. Em função do forte ataque especulativo sofrido pelo real, o Banco Central teve de queimar reservas para tentar manter a taxa de câmbio fixa, no entanto, isso não foi suficiente, e com o esgotamento das reservas, o Banco Central foi obrigado a sair do mercado, deixando o câmbio flutuar, ou seja, a cotação cambial passou a ser estabelecida pelo próprio mercado. A taxa de câmbio comercial saltou de R\$1,2055 em dezembro de 1998, para R\$1,9137 em fevereiro de 1999, representando variação de quase 60,0% no período de apenas dois meses.

boa safra agrícola de verão pressionou os índices para baixo justamente no seu componente de peso mais relevante.

Completando o quadro que abriu caminho para uma sensível melhora dos fundamentos a partir daquele momento, o Governo brasileiro acrescentou ao compromisso fiscal, um outro, relativo à estabilidade de preços, traduzido no regime de Metas para Inflação. O regime recebeu também o aval do FMI e permitiu ancorar as expectativas inflacionárias. O capital de credibilidade da equipe que assumiu o Banco Central em 1999 foi um importante fator de suporte ao novo regime de metas.

Como resultado do ciclo positivo de fundamentos que se estabeleceu a partir desses desdobramentos, a taxa de crescimento do PIB real se recuperou rapidamente durante 1999, e já no primeiro trimestre de 2000, a economia já apresentava um ritmo de expansão superior a 4,0%, sustentando este patamar por quatro trimestres a partir de então.

No terceiro trimestre de 2000, as taxas sofreram leve desaceleração, mas ainda permanecendo acima de 4,0%. Esta desaceleração não permite inferências conclusivas sobre uma mudança de trajetória de crescimento, mas coincide com o início de um processo de reversão da trajetória até então positiva das necessidades de financiamento, tanto do setor externo, quanto do setor público. Essa reversão de fundamentos é evidenciada na figura 1. A taxa de câmbio respondeu a essa reversão, iniciando um processo de desvalorização que perdurou por vários meses, provavelmente ultrapassando para cima o seu novo ponto equilíbrio, em um novo *overshooting*.

No segundo trimestre de 2001, como os dados ainda não estão disponíveis, o ritmo de crescimento pode ter sofrido nova redução importante associado a restrições de oferta específicas do setor de energia elétrica, que veio se somar à desaceleração já em curso.

O próximo item faz uma avaliação da trajetória recente das necessidades de financiamento externo da economia brasileira.

3 - EVOLUÇÃO E PERSPECTIVAS DO SETOR EXTERNO

A conta corrente do balanço de paga-

mentos apresentou deterioração quase contínua durante o Plano Real. Dois fatores levaram a esse movimento. O primeiro diz respeito ao efeito fortemente negativo da taxa de câmbio valorizada sobre o saldo do comércio de bens e de serviços não-fatores. A figura 2 retrata o comércio exterior de bens desde 1990, mostrando que a principal mudança ao longo da década passada foi o marcante deslocamento do patamar de importações ocorrido após a implantação do Plano Real em 1994.

Outro fator foi a acumulação de passivos externos na forma de dívida e estoques de capital produtivo estrangeiro, gerando pagamentos crescentes de serviços de fatores. Como resultado da combinação dos efeitos dos dois fatores, o *déficit* em conta corrente saltou de menos de US\$2 bilhões em 1994 para níveis superiores a US\$33 bilhões no final de 1998.

A flutuação do real em janeiro de 1999 reverteu essa trajetória de deterioração da conta corrente (Figura 3). As causas dessa mudança de nível podem ser decompostas em dois fenômenos:

- 1 - O saldo das contas de exportação líquida de bens e de serviços não-fatores sofreu forte deterioração desde a implantação do real até o início de 1998, quando começou a experimentar lenta recuperação. O *déficit* desse conjunto caiu de US\$17,4 bilhões em 1997 para US\$16,7 bilhões em 1998. Apesar dessa leve reversão, uma redução significativa só aconteceu após a flutuação cambial, trazendo o *déficit* para um patamar de US\$7 bilhões por volta do último trimestre de 2000. Isso torna evidentes os efeitos da desvalorização cambial sobre o saldo das contas de bens e de serviços não-fatores, o que só não se traduziu em *déficits* em conta correntes ainda menores devido à rigidez da conta de rendas de fatores.
- 2 - A acumulação de dívida externa gerada pelo regime de bandas cambiais nitidamente provocava uma trajetória ascendente do volume de rendas de serviços de fatores pagos ao exterior. A partir da flutuação cambial, esses pagamentos se estabilizaram em um patamar entre US\$17 e 19 bilhões e se mantêm nesse nível até os últimos dados disponíveis.

A figura 4 mostra de forma clara os movimentos dos dois grupos descritos acima. Assim, a partir de 1999 ocorre uma combinação

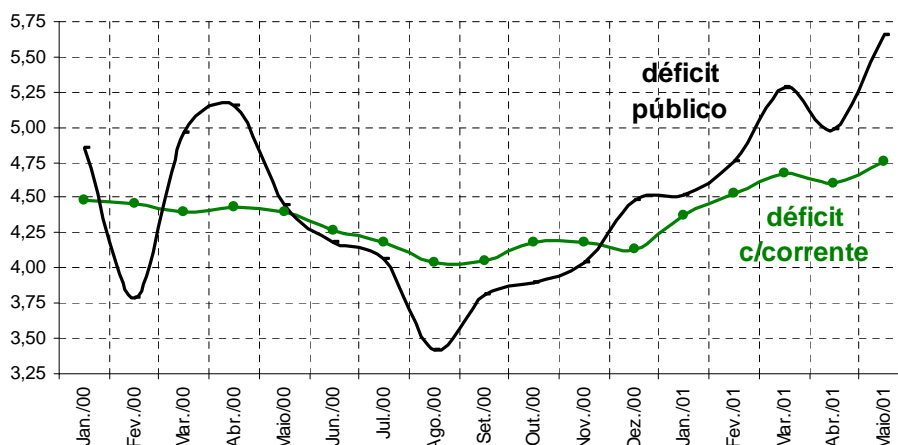


Figura 1 - Evolução do Déficit Público e do Déficit em Conta Corrente¹.

¹Em % do PIB acumulado em 12 meses.

Fonte: Banco Central do Brasil, séries históricas disponíveis em: www.bcb.gov.br

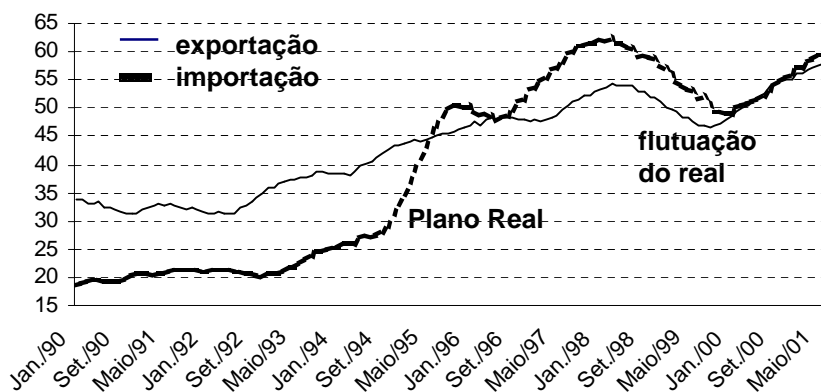


Figura 2 - Fluxo de Comércio de Bens com o Resto do Mundo¹.

¹Valores em bilhão de dólar acumulados em 12 meses.

Fonte: Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio. SECEX. **Estatísticas de Comércio Exterior**. Brasília, jul. 2001.

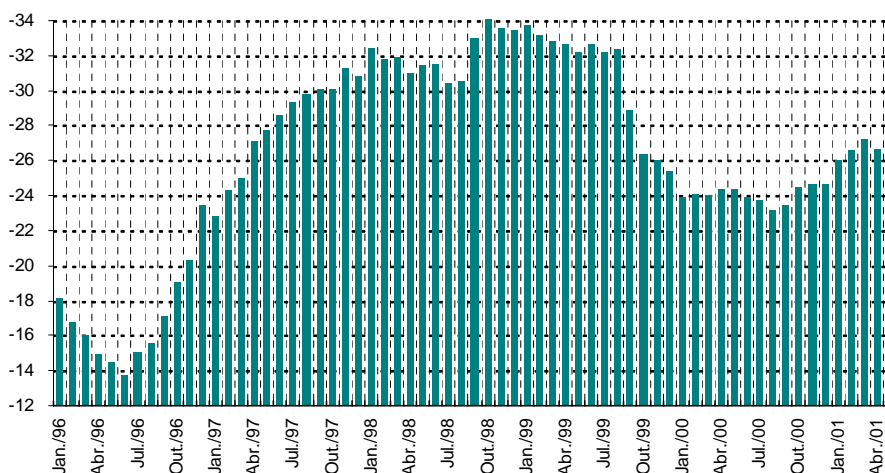


Figura 3 - Déficit em Conta Corrente do Balanço de Pagamentos¹.

¹Valores em bilhão de dólar acumulados em 12 meses.

Fonte: Banco Central do Brasil, séries históricas disponíveis em: www.bcb.gov.br

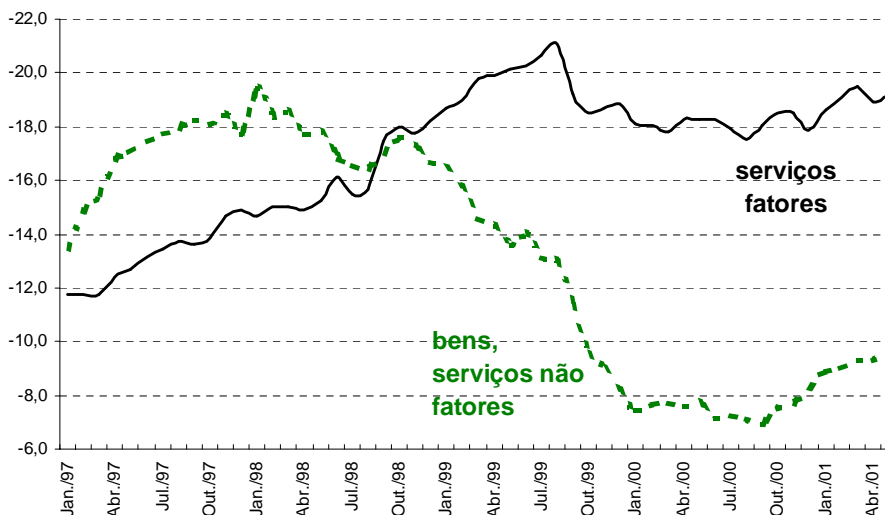


Figura 4 - Principais Componentes do Déficit em Conta Corrente¹.

¹Valores em bilhão de dólar acumulados em 12 meses.

Fonte: Banco Central do Brasil, séries históricas disponíveis em: www.bcb.gov.br

da estabilização dos pagamentos relativos aos serviços de fatores com queda no saldo dos bens e serviços não-fatores. Esta combinação provoca a redução do déficit em conta corrente anualizado até o patamar de US\$23-24 bilhões, onde permaneceu até o terceiro trimestre de 2000.

O terceiro trimestre de 2000 marca o início de uma nova trajetória de deterioração do déficit em conta corrente. Todos os seus principais itens - bens, serviços fatores e serviços não-fatores - mostraram inflexão naquele momento e passaram a mostrar essa deterioração. Notadamente, a piora mais significativa ocorreu na exportação líquida de bens.

Uma vez observada a trajetória do déficit em conta corrente, é interessante avaliar a forma como se deu o seu financiamento, que apresentou mutação importante desde a implantação do Plano Real. O Investimento Direto Estrangeiro (IDE) foi gradualmente assumindo o papel de principal fonte de financiamento do déficit desde a implementação do Plano Real até os dias atuais, mantendo-se ainda hoje nessa posição.

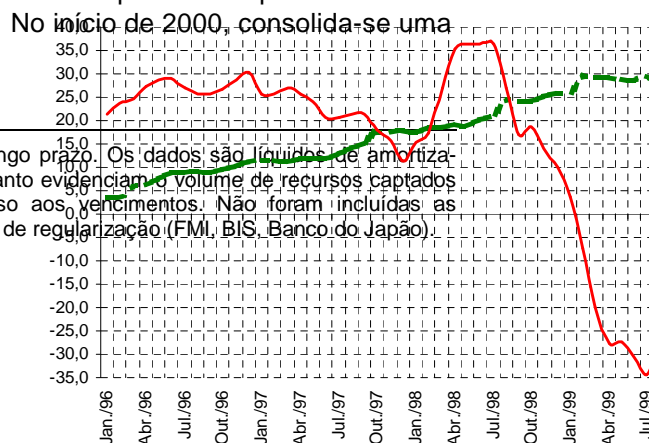
A figura 5 evidencia que as captações líquidas de recursos via empréstimos e financiamentos externos⁸ foram a principal fonte

⁸As captações líquidas via empréstimos e financiamentos mencionadas no texto foram obtidas dos dados de balanço de pagamentos do Banco Central do Brasil (nova metodologia), considerando-se as seguintes contas: títulos de renda fixa; empréstimos; crédito comercial; outros empré-

de financiamento do déficit em conta corrente até o primeiro semestre de 1998, mas foram gradualmente perdendo esta posição. No início de 1998 o influxo de investimentos diretos já apresentava valores semelhantes aos das captações líquidas em excesso às amortizações da dívida externa de médio e longo prazos.

Este padrão de financiamento foi duramente questionado no período compreendido entre o final de 1998 e 1999, quando a economia brasileira enfrentou severa restrição de financiamento externo relacionada primeiramente aos efeitos da crise russa e em seguida às dificuldades produzidas pela própria crise brasileira. A queda abrupta do ingresso de empréstimos e financiamentos causou dramática redução do estoque de reservas internacionais, de um patamar de US\$70 bilhões em meados de 1998 para cerca de US\$23 bilhões em meados de 1999, descontando-se os empréstimos em aberto do pacote emergencial coordenado pelo FMI que na época somavam cerca de US\$17 bilhões. Todo o efeito das crises dirigiu-se ao fluxo de captações financeiras, enquanto o ritmo de ingresso de investimentos diretos continuou crescendo em boa parte desse período.

No início de 2000, consolida-se uma mudança no padrão de financiamento. Os dados são líquidos de amortizações, portanto evidenciam o volume de recursos captados em excesso aos vencimentos. Não foram incluídas as operações de regularização (FMI, BIS, Banco do Japão).



Captações líquidas¹

Figura 5 - Fontes de Financiamento do Déficit em Conta corrente².

¹O grupo "Captações líquidas" foi obtido a partir da agregação do saldo das seguintes contas, componentes da nova metodologia de apresentação do balanço de pagamentos brasileiro: títulos de renda fixa; empréstimos; crédito comercial; outros empréstimos de longo prazo; líquidos de amortizações. Não inclui operações de regularização (Fundo Monetário Internacional, Bank of International Settlements-BIS, Bank of Japan).

²Fluxos em bilhão de dólar acumulados em 12 meses.

Fonte: Elaborada pelos autores a partir de dados do Banco Central do Brasil, séries históricas disponíveis em: www.bcb.gov.br

posição de recuperação da confiança na economia brasileira e retorno do acesso ao mercado internacional de capitais. O volume de empréstimos e financiamentos encontrou um novo patamar de equilíbrio em que os ingressos são apenas necessários para cobrir, com uma pequena folga, as amortizações da dívida externa de médio e longo prazos. Nos meses recentes tem havido um novo aumento das captações para um nível próximo a US\$5 bilhões, mas sem descaracterizar o padrão de financiamento que se formou a partir da segunda metade de 1999.

Extrapolando-se a evolução recente, a avaliação prospectiva do setor externo da economia brasileira mostra que as tendências que se desenham são de uma lenta e gradual ampliação do déficit em conta corrente, sob um padrão de financiamento fortemente fundamentado no ingresso de investimentos estrangeiros diretos. Nesse padrão, as captações externas exercem papel residual, suprimindo eventuais necessidades não cobertas pelo fluxo de investimentos diretos.

Entretanto, tem sido apontada com frequência o risco de uma redução significativa no ingresso de investimentos diretos estrangeiros, principalmente em função da desaceleração da economia norte-americana e de seus efeitos sobre o dispêndio de capital das principais companhias multinacionais. Embora essa tendência ainda não possa ser detectada nos dados, deve merecer atenção cuidadosa, uma vez que o recurso a volumes mais vultosos de financiamento

via captações pode gerar pressão importante sobre o custo do endividamento externo brasileiro.

4 - CONSIDERAÇÕES FINAIS

Há pouca dúvida a respeito de que a economia brasileira apresenta hoje um grau de maturidade bem superior ao que podia ser encontrado no passado recente. Porém, a avaliação das trajetórias do endividamento externo sugere que o ciclo de melhoria que se iniciou há cerca de dois anos foi interrompido, de forma que neste momento a economia brasileira mostra uma lenta e gradual deterioração deste fundamento macroeconômico. O recente movimento da taxa de câmbio reflete, ainda que com certo exagero, a percepção do mercado financeiro sobre essa mudança de trajetória.

É fundamental ressaltar que, dadas as condições atuais e na ausência de choques externos muito significativos, o processo não sugere uma crise iminente nem qualquer tipo de ruptura no médio prazo. Porém, o quadro recomenda ações de política econômica destinadas a reverter ou pelo menos suavizar as tendências das necessidades de financiamento externo, buscando melhorar o crescimento potencial e ainda antecipar-se à possibilidade de choques com custos elevados de ajustamento.

Estas ações passam necessariamente pela melhoria da competitividade da produção

doméstica visando o incremento da exportação de bens e de serviços não-fatores. Nesse sentido, é essencial dedicar a atenção aos aspectos microeconômicos, levando em consideração o potencial de expansão de setores geradores de divisas de exportação. Uma readequação da estrutura tributária pode ser um importante fator gerador de competitividade.

Além disso, parece essencial avançar ainda mais no esforço de ampliação dos inves-

timentos no setor de infra-estrutura, principalmente em setores como energia elétrica e saneamento que têm sido menos contemplados pela recente expansão da cobertura dos serviços públicos. Porém, será necessário equacionar esses investimentos de forma a não gerar pressões fiscais adicionais, tendo em vista que as necessidades de financiamento do setor público vêm igualmente passando por um processo de deterioração.