

Título do capítulo	CAPÍTULO 12 RESTRIÇÕES EXTERNAS AO CRESCIMENTO ECONÔMICO: EVOLUÇÃO RECENTE E PERSPECTIVAS
Autores (as)	José Cláudio F. da Silva Maria Helena Horta Ricardo Markwald
DOI	

Título do livro	PERSPECTIVAS DE LONGO PRAZO DA ECONOMIA BRASILEIRA
Editor (es)	
Volume	
Série	
Cidade	
Editora	Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea)
Ano	1985
Edição	1ª
ISBN	
DOI	

© Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – **ipea** 1985

As publicações do Ipea estão disponíveis para *download* gratuito nos formatos PDF (todas) e EPUB (livros e periódicos). Acesse: <http://repositorio.ipea.gov.br>

As opiniões emitidas nesta publicação são de exclusiva e inteira responsabilidade dos autores, não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada ou do Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão.

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

Capítulo 12

RESTRIÇÕES EXTERNAS AO CRESCIMENTO ECONÔMICO: EVOLUÇÃO RECENTE E PERSPECTIVAS

12.1 — Introdução

Como já assinalado na primeira parte deste documento, o adequado equacionamento das questões relativas ao setor externo da economia brasileira representa o ponto de partida para um crescimento sustentado da renda nacional. Reconhece-se que as possibilidades de crescimento do País estão firmemente ligadas ao desempenho exportador — certamente dependente de políticas domésticas a serem encetadas e da evolução da economia mundial — e à necessidade de reescalonamento da dívida externa.

Este capítulo pretende analisar essas questões. São discutidos na próxima seção os principais instrumentos de política econômica de que dispõe o governo para o tratamento da questão comercial. A seção seguinte trata da questão da dívida externa brasileira e seus desdobramentos sobre a atividade econômica. O capítulo encerra-se com uma seção dedicada ao comportamento previsível da economia mundial para os próximos anos.

Como em todo o trabalho, também neste capítulo procura-se abordar cada tópico a partir de sua evolução recente, na tentativa de explicar sua situação atual. Alternativas de evolução futura, inclusive a nível de sugestões quando é o caso, encerram as seções.

12.2 — Principais Instrumentos de Política Econômica: Resenha Histórica e Sugestões

Quatro instrumentos têm sido distinguidos como os principais meios de que dispõem as autoridades econômicas para evitar a

deterioração ou promover maiores saldos da balança comercial do País. Deles, o único aceito universalmente sem restrições é o instrumento cambial. Tarifas às importações (inclusive depósitos prévios) e subsídios às exportações, apesar do uso generalizado, são instrumentos permanentemente sob ataque a nível internacional, embora se possa demonstrar, teoricamente, que suas aplicações simultâneas e generalizadas equivalem a uma política cambial. O quarto instrumento é o estabelecimento de barreiras não-tarifárias, tais como as cotas de importação, estas pouco utilizadas no Brasil no período recente. *

As políticas cambial e de subsídios às exportações serão discutidas nesta seção. A política tarifária é tratada no capítulo dedicado à indústria, por tratar-se de instrumento básico na definição de uma política industrial. A instituição de cotas de importação não é tratada devido ao seu desuso no caso brasileiro.

12.2.1 — A Política Cambial

a) Breve resumo histórico

A taxa real de câmbio é uma variável básica não apenas para determinar a alocação de recursos entre o setor doméstico (*non tradeable*) e o setor internacional (*tradeable*) da economia, como também na determinação da competitividade externa dos produtos exportáveis.

A partir de 1968 o Brasil adotou o sistema cambial de minidesvalorização como forma de manter a paridade do cruzeiro em relação ao dólar; desvalorizando o cruzeiro aproximadamente pela diferença entre as taxas de inflação doméstica e americana, pretendia-se que tal paridade ficasse assegurada. Mas a eficácia, para a consecução do objetivo de equilíbrio do balanço de pagamentos, do critério de minidesvalorizações periódicas com o dólar como moeda de referência, depende basicamente: i) da estabilidade dos termos de intercâmbio; ii) das flutuações das principais moedas fortes em relação ao dólar; e iii) da ausência de fluxos especulativos de capitais. Até 1973 a situação pode ser descrita como de tranqüi-

* A rigor, suspeita-se tenham havido atrasos no licenciamento de importações em alguns subperíodos, o que representa uma barreira não-tarifária. Ver Capítulo 8 para uma análise mais detalhada destas barreiras.

lidade cambial, dado o crescimento acelerado tanto da economia internacional quanto da brasileira, que coincidiu com uma evolução ligeiramente favorável (ao Brasil) dos termos de intercâmbio e com uma relativa estabilidade das principais moedas fortes.

Da primeira crise do petróleo até 1979 distingue-se um período que pode ser caracterizado como de apenas aparente tranqüilidade cambial. Isso porque, de um lado, quebrou-se a estabilidade dos termos de intercâmbio — o aumento dos preços do petróleo e de outras matérias-primas importadas deteriorou os termos de troca entre 1973 e 1975, ano em que voltam a recuperar-se — e desacelerou-se o crescimento mundial, em processo de adaptação aos novos preços internacionais. Mas, de outro lado, consolidou-se a depreciação do dólar americano frente às demais moedas fortes e o mundo capitalista viveu um período de elevado nível de liquidez, facilitando o acesso ao financiamento externo. Foi a compensação entre esses fatos que criou uma aparência de normalidade do balanço de pagamentos.

A partir de 1979, no entanto, a conjugação do segundo choque do petróleo com a elevação das taxas de juros internacionais, a recessão mundial e a valorização do dólar — após 1980 — frente às principais moedas fortes agravou a situação, tornando inviável a manutenção da mesma regra cambial. Ainda no primeiro semestre de 1979 as minidesvalorizações começaram a ser aceleradas em relação à regra de paridade.

Em dezembro do mesmo ano o governo decretou uma maxi-desvalorização cambial de 30%. Apenas uma parcela reduzida dessa desvalorização destinou-se, porém, a compensar as perdas de competitividade que vinham ocorrendo; a maxi pretendeu, principalmente, substituir tanto os estímulos até então concedidos aos exportadores — simultaneamente à maxi, eliminou-se o crédito-prêmio do IPI (reposto em meados de 1980) e tentou-se reduzir o subsídio creditício às exportações — como as restrições às importações, pela extinção do depósito compulsório sobre parcela das importações.

No entanto, devido ao receio do impacto da maxi sobre a aceleração da inflação, no início de 1980 foram prefixadas as correções monetária e cambial, a primeira em 50% e a segunda em 45% ao longo do ano. De fato, a correção monetária e cambial em 1980 foram de 51,4 e 54%, respectivamente, enquanto a inflação (IPA-DI) atingiu 121,4%. Como decorrência da prefixação cambial, já no final de 1980 havia-se anulado o efeito da maxi de dezembro de 1979, voltando-se a uma paridade em relação ao dólar aproximadamente igual à que vigorava antes da maxi. A

partir de 1981, tentando recuperar a paridade perdida com a preferência, o cruzeiro passou a ser desvalorizado pela taxa de inflação doméstica, sem descontar a inflação norte-americana.

Em fevereiro de 1983, em decorrência de fortes pressões exercidas pelo desequilíbrio das contas externas e das dificuldades de financiar o nosso *deficit* em conta corrente, o cruzeiro sofreu nova maxidesvalorização de 30%. Desde então o cruzeiro permaneceu sendo desvalorizado apenas pela taxa de inflação interna, medida pelo IGP. Dadas as reduzidas taxas de inflação observadas na economia americana no período recente, essa regra de política cambial equivale, *grosso modo*, a manter a paridade do cruzeiro em relação ao dólar estabelecida pela última maxidesvalorização cambial.

A análise das conseqüências do atrelamento do cruzeiro ao dólar americano merece detalhamento. Num mundo de taxas de câmbio flutuantes isso significa que o cruzeiro flutua diante das demais moedas fortes segundo as flutuações da moeda americana. Assim, uma valorização (desvalorização) do dólar força uma perda (um ganho) de competitividade das exportações brasileiras não apenas nos países cujas moedas se depreciaram (apreciaram) frente ao dólar, mas também nos Estados Unidos, já que lá os produtos brasileiros competem com os dos demais países, agora mais baratos (caros) na moeda local.

Com o objetivo de avaliar de que forma a competitividade das exportações brasileiras foi afetada pelas flutuações das demais moedas em relação ao dólar, construiu-se um índice anual da taxa efetiva de câmbio real (Θ) para o período 1970-83. O índice da taxa de câmbio efetiva real é definido como:

$$\Theta = E \cdot \frac{P^*}{P}, \text{ onde:}$$

E = taxa de câmbio (Cr\$/US\$) — média anual;

P^* = média ponderada * dos índices de preços em US\$ (linha 63 do International Financial Statistics) dos principais parceiros comerciais do Brasil — média anual; e

P = índice brasileiro de preços (IPA/OG, coluna 3 da *Conjuntura Econômica*) — média anual.

Pode-se decompor Θ em dois fatores, explicando as variações da taxa de câmbio efetiva real como o produto (i) da razão entre

* A ponderação utilizada foi a média das participações dos principais parceiros comerciais na pauta brasileira de exportações no período 1980/82.

os índices de preços dos principais parceiros e o índice de preços americano e (ii) da razão entre o índice de preços americano e o índice de preços brasileiro em US\$.

Então

$$\Theta = E \cdot \frac{P^*}{P} = \frac{P}{P_{USA}} \cdot \frac{P_{USA}}{P/E}$$

onde:

P_{USA} = índice americano de preços (no atacado) – média anual.

O Quadro 12.1 mostra os resultados anuais. Nele observa-se que a relação entre os índices de preços americano e brasileiro em US\$ (coluna 3) oscilou em torno da base 100 em todo o período,

Quadro 12.1

ÍNDICE DA TAXA EFETIVA DE CÂMBIO REAL
E SUA COMPOSIÇÃO

(Base 1970 = 100)

Anos	(1) $\Theta = \frac{E}{P} \cdot P^*$	(2) $\Theta_1 = \frac{P^*}{P_{USA}}$	(3) $\Theta_2 = \frac{P_{USA}}{P/E}$
1970	100	100	100
1971	101,2	102,5	98,7
1972	105,0	107,5	97,7
1973	111,2	113,6	97,9
1974	114,9	115,1	99,8
1975	115,9	113,2	102,4
1976	110,3	112,1	98,4
1977	109,3	112,8	96,9
1978	115,2	118,5	97,2
1979	128,5	123,0	104,5
1980	143,9	124,6	115,5
1981	116,6	111,9	104,2
1982	108,9	101,8	107,0
1983	128,1	98,0	130,7
1984*	126,4	98,2	128,7

FONTE: Elaboração IPEA.

*Primeiro semestre.

exceto em 1980 e a partir de 1983. Os períodos de relativa estabilidade explicam-se pela política de minidesvalorizações cambiais. O aumento da taxa de paridade em 1980 é um reflexo da maxidesvalorização de dezembro de 1979 e sua queda em 1981 mostra a perda decorrente da prefixação de 1980 (ao trabalhar-se com índices médios anuais, esses efeitos podem aparecer defasados). Após 1983, devido à maxidesvalorização cambial de fevereiro e à política de minidesvalorização segundo o IGP/DI, sem descontar a inflação americana, a taxa de paridade sofre uma elevação (1983) e cai ligeiramente no primeiro semestre de 1984.

A coluna 2 do Quadro 12.1 mostra a evolução da razão entre os índices de preços dos principais parceiros (em US\$) e dos Estados Unidos, podendo ser interpretada como uma *proxy* da paridade do dólar americano frente às demais moedas fortes. Observa-se que o dólar depreciou-se entre 1970 e 1973, estabilizou-se entre 1974 e 1977, voltou a depreciar-se até 1980, apreciando-se bruscamente desde então.

A coluna 1 (produto das colunas 2 e 3) mostra as variações da taxa efetiva de câmbio, revelando as mudanças de competitividade dos preços dos produtos brasileiros no exterior.* No período 1970/79, a competitividade brasileira acompanha a cotação do dólar americano nos mercados mundiais, com ganhos até 1973, estabilidade entre 1974 e 1977 e novos ganhos até 1979. Em 1980 o ganho deveu-se à maxidesvalorização de dezembro de 1979, e em 1981/82 a apreciação do dólar superou a melhora de nossa paridade frente à moeda americana, resultando em perda de competitividade. Em 1983 a maxidesvalorização eleva novamente a taxa de câmbio efetiva real e, em 1984, embora inexistam dados finais para o ano todo, espera-se que ela tenha caído devido à apreciação do dólar no segundo semestre e à relativa estabilidade da taxa de paridade do cruzeiro em relação à moeda americana.

b) Perspectivas para a política cambial

A atual regra de política cambial brasileira consiste em minidesvalorizações periódicas de forma que, no final de cada mês, a desvalorização do cruzeiro corresponda exatamente à taxa de inflação do mês, medida pelo índice geral de preços (IGP). Considerando-se as baixas taxas de inflação observadas para a economia americana, essa regra cambial aproxima-se muito da política vigente até 1979, que consistia em manter a paridade do cruzeiro em relação ao dólar.

* Aqui não se incorporam os subsídios brasileiros nem os que os demais países concedem aos seus produtos de exportação.

Assim sendo, a atual regra cambial não leva em consideração alterações na competitividade dos produtos decorrentes de flutuações entre as principais moedas fortes. Como foi visto na seção anterior, ao longo da década de 70 e início da de 80 ocorreram expressivas flutuações na competitividade dos produtos brasileiros devidas, exclusivamente, à depreciação (apreciação) da moeda americana frente às demais moedas fortes, flutuações essas não previstas e muitas vezes indesejáveis.

Existe extensa literatura sobre a formulação de regras de política cambial; uma delas sugere que um país cujo mercado externo seja geograficamente desconcentrado deve procurar estabelecer a paridade de sua moeda com relação a uma cesta de divisas e não apenas com relação a uma única moeda. Dessa forma, o país minimizaria o impacto não previsto e/ou não desejado das flutuações entre as diversas moedas fortes sobre variáveis estratégicas da balança comercial.

Sem entrar na discussão sobre a escolha da cesta de divisas e do esquema de ponderação a ser adotado, parece seguro afirmar que as exportações brasileiras já atingiram um nível de diversificação de mercados suficientes para justificar uma atenção mais séria a essa hipótese, visando à sua eventual adoção e ao estabelecimento de regras explícitas para a política cambial. É importante, no entanto, considerar que, dada a acentuada valorização do dólar a partir de 1980, qualquer definição de uma nova norma de desvalorização cambial baseada em uma cesta de divisas deva procurar contemplar a perda de competitividade de nossos produtos devido a esse fenômeno, para então procurar estabilizar a regra de paridade.

Uma outra questão relevante que deve ser discutida na formulação de regras de política cambial diz respeito ao índice de inflação interna a ser considerado para efeito de desvalorização cambial. O índice atualmente adotado, o IGP/DI, é uma média ponderada do índice de preços por atacado, do índice de preços da construção civil e do índice de preços ao consumidor na cidade do Rio de Janeiro. Assim, esse índice reflete em grande parte variações de preços de bens não comerciáveis. O índice de preços por atacado (IPA) é provavelmente um indicador mais adequado das variações de preços dos bens comerciáveis. Se se considera, além disso, que uma das variáveis-chave para o desempenho das exportações é a rentabilidade das exportações de manufaturados,* poder-se-ia, também, considerar a alternativa de monitorar a política cambial pelo índice de preços por atacado específico para os produtos indus-

* A rentabilidade das exportações de produtos primários depende muito mais das variações em dólares dos preços desses produtos do que propriamente da política cambial.

triais. Note-se, a título de exemplo, que entre abril e outubro de 1984 a desvalorização da taxa de câmbio pelo IGP foi de 81%, enquanto os preços industriais cresceram 95%, afetando negativamente a rentabilidade das exportações de manufaturados.

Esses são, genericamente, os parâmetros que devem nortear a formulação de uma política cambial estável e compatível com a realidade brasileira no futuro próximo, quando o adequado equacionamento do setor externo continuará sendo condição para o crescimento econômico auto-sustentado.

12.2.2 — O Sistema Brasileiro de Promoção de Exportações

O sistema brasileiro de promoção de exportações tem sido fundamentado quase que exclusivamente em subsídios à produção e à venda para o mercado externo. Dois tipos de subsídios podem ser genericamente identificados: os fiscais e os creditícios.

a) Incentivos fiscais às exportações

O sistema brasileiro de incentivos fiscais às exportações surgiu no período 1966/70 sofrendo, desde então, inúmeras transformações. Originalmente não se tratou propriamente de um programa de subsídios, já que apenas isentava os produtos industrializados e semi-industrializados destinados ao mercado externo do recolhimento de impostos indiretos estaduais e federais (ICM e IPI).

A partir de 1968, no entanto, subsídios verdadeiros foram criados: estabeleceram-se créditos correspondentes aos valores do ICM e do IPI que seriam devidos sobre a produção exportada, bem como isentou-se do imposto de renda o lucro relativo à parcela das exportações.

Desde a origem até o presente, o grande foco de discriminação existente no sistema refere-se à exclusão da maioria dos produtos agrícolas, que não apenas deixam de ser beneficiados pelos subsídios fiscais, como ainda pagam os impostos indiretos na exportação. Atualmente, pode-se distinguir três categorias básicas de incentivos fiscais às exportações de produtos manufaturados.

A primeira delas é o crédito-prêmio do IPI, que representa 11% do valor do produto exportado. Dada a natureza explícita desse subsídio, tem sido forte a pressão no âmbito do GATT pela sua eliminação, tendo sido recentemente acertada sua extinção em abril de 1985.

O segundo programa de apoio às exportações consiste no *draw-back*. Este é um incentivo concedido às empresas, que lhes permite importar, livres de pagamento de tributos e taxas internas, insumos destinados a integrar o produto final, desde que ele se destine à exportação. O objetivo central desse programa é assegurar um regime de livre comércio para as atividades exportadoras, retirando do produto exportado o ônus eventualmente incorrido pela utilização de insumos domésticos não competitivos com os insumos importados.

Implantado no Brasil em 1969, o *draw-back* teve seu uso ampliado continuamente até o ano de 1980, quando começaram a ser introduzidas várias medidas restritivas, decorrentes da grave crise cambial que atravessava o País, tais como:

i) o estabelecimento de programas de importação, em dezembro de 1980, negociado pelas empresas junto à CACEX, no qual as importações sob *draw-back* foram incluídas;

ii) a criação, em março de 1982, de uma lista de produtos cuja importação foi temporariamente suspensa. A lista alcançou praticamente todos os bens produzidos internamente, deixando de fora apenas aqueles não fabricados domesticamente em condições de preço e qualidade comparáveis ao similar de origem externa;

iii) a exigência, a partir de fevereiro de 1983, de um financiamento externo mínimo, ou seja, as importações sob o regime de *draw-back* passaram a depender do suprimento de crédito dos fornecedores.

Mas, ainda em 1983, teve início o processo de reversão da tendência restritiva do *draw-back*, no sentido de um maior automatismo na concessão de guias de importação e da extensão do mecanismo aos vários estágios do processo de produção envolvendo insumos domésticos. O passo mais importante, no entanto, se deu em meados de 1983, quando as importações sob *draw-back* foram desvinculadas dos programas de importação e da lista de mercadorias com emissão de guia suspensa, além de sua liberação do exame de similaridade nacional.

O terceiro programa de incentivos fiscais existente é o BEFIEIX. Esse programa realiza contratos de longo prazo com grandes empresas exportadoras, pelos quais são concedidos vários incentivos fiscais,* desde que essas empresas se comprometam a exportar uma parcela de sua produção. Este programa, no entanto, limita-se a grandes empresas, com predominância da indústria automobilística.

* Isenção do imposto de importação, desde que esta não seja superior a um terço do valor líquido da exportação média anual; isenção do Imposto sobre Produtos Industrializados; abatimento do lucro tributável da parcela correspondente às exportações.

b) Incentivos creditícios às exportações

O sistema de financiamento às exportações atinge todas as fases do processamento de exportação, desde a prospecção de mercado, até a produção de bens e sua comercialização externa. As duas modalidades de financiamento mais relevantes, no entanto, são o financiamento à produção de bens exportáveis e o financiamento a sua comercialização. * As linhas mais importantes de financiamento à produção de bens exportáveis são:

i) os adiantamentos sobre contratos de câmbio (ACC) e os adiantamentos sobre cambiais entregues (ACE). Esses recursos, que em 1983 respondiam por 69% dos recursos emprestados pelo sistema para o financiamento à produção, representam para a empresa exportadora um reforço de capital de giro na fase de produção (ACC), ou durante o espaço de tempo que separa o embarque da mercadoria e a liquidação do contrato de câmbio (ACE); **

ii) as linhas de financiamento à produção reguladas pela Resolução 674 do Banco Central. O sistema, administrado pela CACEX, consiste na emissão de certificados de habilitação correspondentes a uma alíquota fixa sobre o valor exportado no ano anterior, ou sobre os compromissos futuros de exportação. De posse de tais certificados, as empresas levantam financiamento junto ao sistema bancário, sendo esses títulos redescontados pelo Banco Central;

iii) as linhas de pré-financiamento à exportação de serviços com recursos do FINEX, para a aquisição, no País, de máquinas, equipamentos e serviços, destinados à execução de obras e serviços no exterior.

Os subsídios dessas linhas de financiamento estabeleciam-se na forma de taxas de juros fixas e reduzidas sobre os empréstimos, tendo-se avolumado no período mais recente devido à aceleração da inflação. A partir de 1984, a quase totalidade dessas linhas de crédito passaram a sofrer correção monetária plena, reduzindo-se substancialmente os subsídios creditícios.

As duas linhas de financiamento à comercialização dos produtos exportados, que em 1983 representaram 15,3% dos recursos emprestados pelo sistema, são:

i) linhas de financiamento de produtos manufaturados, quer pelo financiamento direto ao exportador — que se efetiva através da negociação de títulos representativos das vendas de bens a prazo

* Em 1983, essas duas modalidades de financiamento representavam 99,8% dos créditos concedidos.

** Considera-se o ACE um financiamento à produção por ocorrer no período de transporte da mercadoria, um prolongamento da fase produtiva.

superior a 180 dias —, quer pelo financiamento direto ao importador estrangeiro — que se efetiva mediante o desconto de nota promissória emitida pelo importador, para pagamento à vista no Brasil;

ii) programa de equalização das taxas de juros. O programa autoriza os bancos nacionais sediados no País ou no exterior e os bancos estrangeiros cadastrados pelo Banco Central a concederem financiamento às exportações brasileiras, por período de 6 a 8 anos, de acordo com o tipo de produto, a taxas de juros subsidiadas em dólares. O Banco Central, com os recursos do FINEX, equaliza as taxas de juros ressarcindo o banco financiador pela diferença entre a taxa de captação e a taxa de financiamento.

Estimativas elaboradas no IPEA indicam que a taxa de subsídio creditício, como proporção da produção exportada, era, em 1983, da ordem de 23%. Com as modificações ocorridas no sistema de financiamento às exportações a partir de 1984, pelas quais as taxas de juros da maior parte dessas linhas de crédito foram indexadas à correção monetária, pode-se prever que tenha ocorrido uma redução substancial na taxa de subsídio creditício às exportações.

c) Considerações finais

A incidência do programa de incentivos às exportações gera questões de diversas ordens. Do lado dos benefícios, a generalização dos subsídios pode ter dado margem a ganhos desnecessários a certos setores e atividades já em condições de competir no mercado externo. Do lado do financiamento, a recorrência ao imposto inflacionário ou à emissão de dívida pública gerou novos tipos de distorções na economia.

Além disso, dado o caráter transparente do subsídio representado pelo crédito-prêmio, este tem provocado medidas retaliatórias no exterior, que tenderam a neutralizá-lo parcial ou totalmente, dependendo do produto atingido. Por isso, o governo brasileiro comprometeu-se, recentemente, a extingui-lo em abril de 1985.

Devido à redução substancial dos subsídios creditícios, e com a extinção do crédito-prêmio, ocorrerá um declínio significativo da taxa de subsídios às exportações. Em face das restrições domésticas (pressão sobre o *deficit* público) e internacionais à política de subsídios, poderá ser necessária a utilização da taxa de câmbio como instrumento ainda mais ativo no processo de ajuste estrutural pelo qual passa a economia brasileira.

É importante ressaltar, no entanto, que a retirada parcial dos subsídios pode ter sido, em parte, contrabalançada por ganhos de produtividade e por uma melhoria da relação câmbio-salário, devido à subindexação dos salários em relação ao IGP/DI observada nos últimos anos.

A redefinição da política de estímulo às exportações terá, desta forma, de incorporar tanto a questão cambial quanto a dos incentivos diretos, a primeira como instrumento geral e a segunda como incentivo específico, de modo a minimizar os custos sociais envolvidos.

12.3 — A Política Econômica e a Crise do Endividamento

Procura-se apresentar, em seguida, uma breve análise do processo através do qual o endividamento externo brasileiro chegou à situação atual, relacionando-o à condução da política econômica, e apresentar para discussão algumas sugestões gerais de ações futuras, com ênfase na necessidade de uma nova postura de negociação. Uma postura que tenha como objetivo central assegurar, através de um programa consistente para o restante dos anos 80, a recuperação do crescimento da economia brasileira.

Como é amplamente aceito, o curso do endividamento externo da economia brasileira ao longo da última década e meia engloba quatro fases com características marcadamente distintas, a seguir avaliadas.

12.3.1 — O Período que Antecede a Primeira Crise do Petróleo: 1968-73

O excepcional desempenho da economia brasileira no período, expresso por uma taxa média de crescimento do produto real superior a 10% ao ano, com inflação contida na faixa dos 20%, e com um *superavit* no balanço de pagamentos global em *cada um* dos anos do período, não foi um milagre inexplicável, mas antes a resultante de uma conjunção de diversos fatores entre os quais destacam-se uma política econômica pragmaticamente voltada para o crescimento, que levou aos resultados acima devido a uma recuperação cíclica da atividade econômica (após as reformas institucionais e crise de estabilização de 1964-1967), baseada na ampla margem de capacidade ociosa resultante do ciclo expansivo prévio e na retomada do investimento a partir de 1969-70; e *principalmente*, o excepcional desempenho da economia, do comércio e das finanças mundiais no período. Com efeito, entre 1960 e 1973, o produto real dos

24 países mais avançados que constituem a OECD cresceu a uma média anual da ordem de 5% e o comércio mundial cresceu a quase 9% em termos reais. Os empréstimos internacionais de bancos privados cresceram a uma taxa *real* superior a 12% no período.

Como conseqüência das condições internacionais favoráveis, de uma política cambial realista e de incentivos à atividade exportadora, o Brasil pôde expandir suas exportações de US\$ 1,65 bilhão em 67 para US\$ 6,20 bilhões em 1973. A oferta de empréstimos internacionais e moeda, a taxas de juros reais próximas de zero, permitiu que os ingressos de recursos via conta de capital fossem superiores, *em cada um* dos anos do período, ao secular *deficit* em conta corrente, levando à acumulação simultânea de reservas e dívida externa. As reservas internacionais passaram de US\$ 0,2 bilhão em 1967 para US\$ 6,4 bilhões em 1973, enquanto a dívida externa bruta crescia de US\$ 3,3 bilhões para US\$ 12,6 bilhões em 1973 (Quadro 12.2). O aumento das reservas em divisas propiciado por exportações nominais crescendo em média a 25% ao ano e pela extrema facilidade de contratação de empréstimos em moeda (que passaram de 20% do total da dívida externa em 1967 para mais de 62% do total em 1973 — Quadro 12.3) levou a otimistas perspectivas de crescimento da economia brasileira durante a década de 70 — observando a secular restrição imposta pelo balanço de pagamentos.

Quadro 12.2

BRASIL: DÍVIDA EXTERNA REGISTRADA E RESERVAS INTERNACIONAIS

(Em US\$ Bilhões; Anos Seleccionados)

Final de Ano	Dívida Bruta	Reservas Internacionais	Dívida Líquida
1967	3,3	0,2	3,1
1973	12,6	6,4	6,2
1978	43,5	11,9	31,6
1979	49 9	9,7	40,2
1980	53,8	6,9	46,9
1981	61,4	7,5	53,9
1982	70,2	4,0	66,2
1983	81,3	4,6	76,7
1984*	92,3	11,0	81,3

FONTE: Banco Central do Brasil.

* Estimativas.

Quadro 12.3

EMPRÉSTIMOS EM MOEDA: 1970/83
(Em Milhões de Dólares)

Anos	Empréstimos em Moeda	
	Valor (US\$ Milhões)	% Dívida Total
1970	2.284,6	43,1
1971	3.193,0	48,2
1972	5.528,3	58,1
1973	7.848,5	62,4
1974	11.210,7	65,3
1975	14.561,1	68,8
1976	18.194,0	70,0
1977	21.528,4	67,2
1978	29.499,7	67,8
1979	34.625,4	69,4
1980	37.819,5	70,2
1981	44.984,2	73,3
1982	52.915,7	76,0
1983	59.633,1	73,5
1984*	62.791,8	68,0

FONTE: Boletim do Banco Central do Brasil.

* Referente a março de 1984.

Apesar de ter a dívida bruta quase quadruplicado no período, devido à acumulação de reservas, a dívida líquida apenas duplicou, passando de US\$ 3,1 bilhões para US\$ 6,2 bilhões. Mas, como a economia brasileira cresceu acumuladamente 90% no período, considerando a inflação do dólar, conclui-se que a dívida líquida em relação ao PIB caiu de pouco mais de 7% em 1967 para 6,4% no final de 1973.

Este período se encerra com o colapso definitivo do sistema de Bretton-Woods em março/abril de 1973 e com o primeiro choque do petróleo no final do ano.

12.3.2 — O Período entre as Duas Crises do Petróleo: 1974-1978

Depois do primeiro choque do petróleo, quando o preço desse produto praticamente multiplicou-se por quatro, a abundância de crédito devido à reciclagem dos petrodólares evitou o surgimento de uma grave crise mundial, iniciando-se um período em que *deficits* sem precedentes nos balanços de pagamentos eram financiados, na sua grande maioria, por bancos privados. Esse período caracterizou-se, também, por taxas elevadas de inflação mundial e juros reais muito baixos e até mesmo negativos.

A tentativa de ajustamento dos países industrializados às novas condições levou a uma redução dos ritmos de crescimento econômico e, em decorrência, do comércio mundial. Apesar dessas condições internacionais adversas, a possibilidade de endividamento externo adicional permitiu que o Governo Geisel — que se iniciava — optasse por evitar a recessão como forma de ajuste abrupto, preferindo diferir no tempo os custos do ajustamento.

Além da herança dos projetos de investimento concebidos na fase anterior, tentou-se iniciar o ajustamento estrutural da economia através de um processo de internalização da oferta de produtos importados nas faixas de bens de capital e de insumos básicos, uma clara tentativa de realizar o ajuste com crescimento.

Coerentemente, foi muito limitado o uso dos instrumentos macroeconômicos que visam à redução do nível de absorção doméstica, inclusive a política cambial, que permaneceu perseguindo a paridade do cruzeiro em relação ao dólar americano.

Ainda que sem a ênfase hoje julgada necessária, algumas medidas que viabilizassem a estratégia de longo prazo, mas que também possibilitassem, a curto prazo, a redução do *deficit* comercial, diminuindo a necessidade de novos empréstimos, foram tomadas: elevaram-se tanto os incentivos às exportações como as tarifas sobre importações, tornando-as, no caso dos produtos classificados como *superfluos*, proibitivas na prática.

Claramente, a alternativa adotada previa um reequilíbrio a longo prazo, ainda que com pesado endividamento externo nos primeiros anos do programa. Como consequência, a dívida externa líquida passou de US\$ 6,2 bilhões em fins de 1973 — praticamente igual ao valor das exportações naquele ano — para US\$ 40,2 bilhões em dezembro de 1979 — o equivalente a 2,6 vezes o valor das exportações no ano (US\$ 15,2 bilhões). Em relação ao PIB, a dívida externa líquida, que, como já assinalado, caíra para 6,4% em 1973, saltou para 17% ao final de 1979 em relação ao produto do ano.

Apesar da previsível elevação da inflação, para um novo patamar da ordem de 35-40% ao ano até 1978, a taxa de crescimento do *produto real* no período 1974-1979 foi da ordem de 7%, bastante próxima da taxa histórica de crescimento da economia brasileira. Para observadores contemplando apenas estes dados e a evolução das contas externas, o ajuste ao primeiro choque do petróleo parecia — em fins de 1978 — razoavelmente bem encaminhado. Apenas em 1974 e 1975 o Brasil perdeu reservas internacionais, em cerca de US\$ 950 milhões em cada ano. Nos três anos seguintes, os ingressos via conta de capital foram mais do que suficientes para financiar os *deficits* em conta corrente. As reservas internacionais do Brasil em fins de 1978 chegaram à histórica marca de US\$ 11,9 bilhões, * ano em que o *superavit* da OPEP foi virtualmente nulo. O Brasil havia equilibrado sua balança comercial em 1977, com exportações e importações na faixa dos US\$ 12 bilhões, e reduzido seu *deficit* em conta corrente de US\$ 7,1 bilhões em 1974 para US\$ 4,0 bilhões em 1977. O preço do petróleo permaneceu estável em termos nominais e, portanto, fortemente declinante em termos reais — dada a elevada inflação mundial — entre 1974 e 1977.

Porém alguns indicadores já mostravam fortes sinais de deterioração, como se pode observar no Quadro 12.4. As relações dívida

Quadro 12.4

BRASIL: INDICADORES DO BALANÇO DE PAGAMENTOS, 1970-1984

Ano	Dívida Líquida*	Serviço da Dívida	Juros Líquidos	Juros Líquidos	Taxa Média de Juros Pagos	Relações de Troca
	Exportações	Exportações	Exportações	Saldo Comercial	Taxa de Cresc. das Exportações	Base: 1977 = 100
1970	1,57	0,33	0,09	0,70	0,35	88,8
1971	1,62	0,40	0,10	(0,89)	0,08	82,4
1972	1,41	0,39	0,09	(1,71)	0,20	87,2
1973	0,99	0,35	0,08	73,43	0,16	95,8
1974	1,50	0,32	0,08	(0,14)	0,38	78,4
1975	1,98	0,42	0,17	(0,42)	1,16	76,1
1976	1,92	0,46	0,17	(0,80)	0,57	85,1
1977	2,04	0,51	0,17	21,69	0,48	100,0
1978	2,50	0,62	0,21	(2,63)	2,43	86,1
1979	2,64	0,69	0,27	(1,47)	0,60	78,9
1980	2,33	0,56	0,31	(2,23)	0,46	65,3
1981	2,31	0,66	0,39	7,62	1,22	55,3
1982	3,25	0,96	0,56	14,56	-1,30	55,7
1983	3,51	0,90	0,44	1,48	1,46	53,6
1984**	3,06	0,69	0,39	0,81		58,0

FONTES: Banco Central do Brasil, Boletins (diversos) e *Programa Econômico: Ajustamento Interno e Externo* e Fundação Getúlio Vargas, *Conjuntura Econômica* (diversas).

* Refere-se à dívida registrada de médio e longo prazos.

** Projeções.

• Ver Quadros 12.2 e 12.6.

líquida/exportações e juros líquidos/exportações cresceram duas vezes e meia entre 1973 e 1978 e a relação serviço da dívida/exportações quase duplicou no período. As relações de troca, após a deterioração brusca decorrente da crise de petróleo, recuperaram-se gradualmente, atingindo em 1978 um nível semelhante ao registrado em 1972.

Esta fase encerrou-se com o segundo choque do petróleo, que levou o preço do barril de US\$ 12 para US\$ 30 entre fins de 1978 e início de 1980, e com a dramática elevação das taxas de juros internacionais, que quase duplicaram entre 1978 e 1981, devido a mudanças na política monetária norte-americana. A conjugação destes choques constituiu um severo golpe para a economia brasileira, cujas conseqüências se estendem até o presente.

12.3.3 — O Período entre a Segunda Crise do Petróleo e o Início da Recuperação: 1979-1983

O ano de 1979 marca o início de mais um período de instabilidade econômica a nível mundial: (i) o preço do petróleo eleva-se de US. 12,44/barril em dezembro de 1978 para US\$ 29,46/barril em dezembro de 1980 e (ii) as taxas de juros nos mercados financeiros internacionais, que haviam experimentado elevação em 1978, então julgada temporária, consolidaram os elevados patamares atingidos, chegando a alcançar a casa dos 19% (LIBOR) e dos 20% (*prime*) em diversos momentos do biênio 1980/81.

Essa situação originou o agravamento da recessão mundial, cujos efeitos sobre o comércio mundial podem ser medidos pela redução das exportações globais de US\$ 2,03 trilhões em 1980 para US\$ 1,88 trilhão em 1981.

Esse foi um período marcado por mudanças de ênfase na condução da política econômica brasileira. Em março de 1979 esboçou-se uma tentativa de reajustar a economia às novas condições internacionais através de uma desaceleração do crescimento, abandonada em agosto, em favor de uma política expansionista. Pretendia o governo brasileiro repetir a estratégia da crise anterior, de modo a dar continuidade ao processo de crescimento econômico, multiplicando-se os estímulos à substituição de importações e à promoção de exportações. Em 1979, uma taxa de crescimento do produto real superior a 6% foi acompanhada por uma inflação de 77%, por um *deficit* na balança comercial de US\$ 2,8 bilhões e por um *deficit* em conta corrente da ordem de US\$ 10,5 bilhões, dos quais cerca de 50% repre-

sentaram o pagamento de juros sobre a dívida externa devido à elevação das taxas internacionais. Estimativas das taxas médias de juros pagos e da variação da LIBOR média em cada ano mostram elevação de cerca de três pontos percentuais em 1979 — Quadro 12.5. Entretanto, apesar de elevadas em termos nominais, devido à inflação mundial as taxas internacionais de juros mantiveram-se muito próximas de zero, em termos reais, até 1980.

Diante das novas condições internacionais, a repetição da estratégia que anteriormente apresentara relativo sucesso mostrou-se inviável; o País passou a perder reservas e o financiamento externo tornou-se cada vez mais difícil.

As diretrizes de política econômica enunciadas em dezembro de 1979 buscavam, entre outras preocupações, equacionar as contas externas em 1980. A maxidesvalorização cambial então decidida,

Quadro 12.5

JUROS PAGOS PELO BRASIL E TAXAS
MÉDIAS ANUAIS NOMINAIS E REAIS:
1970/83

Anos	Juros Pagos US\$ Milhões	Taxa Média Paga*		LIBOR Média	
		Nominal	Real**	Nominal	Real**
1970	284,0	5,86	2,33	8,52	4,99
1971	344,0	5,77	2,61	6,58	3,42
1972	489,6	6,06	1,58	5,46	0,98
1973	839,5	7,60	-5,49	9,24	-3,85
1974	1.370,1	9,21	-9,75	11,01	-7,95
1975	1.828,2	9,54	0,31	6,99	-2,24
1976	2.039,4	8,65	4,04	5,58	0,97
1977	2.462,4	8,49	2,32	6,00	-0,17
1978	3.342,4	8,85	1,10	8,73	0,98
1979	5.347,5	11,45	-1,13	11,96	0,62
1980	7.457,0	14,37	0,34	14,36	0,33
1981	10.305,2	17,88	8,78	16,51	7,41
1982	12.556,6	19,16	17,05	13,11	11,00
1983	10.262,6	13,60	12,25	9,60	8,25
1984	11.700***	13,48	11,13	11,16****	8,81

FONTE: BACEN, Boletins (diversos meses) e FMI, *International Financial Statistics* (diversos anos).

*Razão entre os juros pagos no ano e a média entre os montantes da dívida registrada em 01 janeiro do ano anterior e do próprio ano.

**Deflacionado pelo IPA dos Estados Unidos.

***Internal and External Adjustment, novembro 1981.

****Balança Comercial e Outros Indicadores Conjunturais, FUNCEX, janeiro 1985.

rompendo com uma prática implementada por mais de uma década, teria, como é sabidamente o caso da economia brasileira, um efeito inflacionário significativo no quadro de uma política ainda declaradamente expansionista como em 1980. Para minorar tal impacto e procurar reverter expectativas, decidiu-se prefixar as correções cambial e monetária para o ano de 1980 em, respectivamente, 40 e 45%. Como estimava-se, para 1980, uma inflação *peelo menos* igual à observada em 1979 (77%), esta prefixação levou a uma progressiva erosão na credibilidade governamental, à medida que se ampliava o diferencial entre a inflação observada e as correções prefixadas, desestimulando a poupança, estimulando a antecipação de consumo, e reduzindo ao longo do ano a desvalorização real do cruzeiro que se pretendia com a maxidesvalorização.

Apesar da resposta das exportações — que passaram de US\$ 15,2 bilhões em 1979 para US\$ 20,1 bilhões em 1980 — as importações cresceram de US\$ 17,9 bilhões para quase US\$ 23 bilhões, levando a um *deficit* comercial de US\$ 2,8 bilhões. O *deficit* em conta corrente chegou a US\$ 12,7 bilhões, dos quais nada menos que 50% representados pelos juros sobre a dívida externa. As reservas internacionais declinaram quase US\$ 3,0 bilhões em 1980, enquanto o produto real crescia a uma taxa de 7,9%. A situação, porém, era insustentável e exigiu uma alteração na orientação da política econômica a partir de meados de 1980, com a adoção de medidas contracionistas destinadas a lidar com a crise do setor externo da economia.

A política econômica do segundo semestre de 1980 ao início de 1984 levou inicialmente a uma queda no produto real de 3,5% em 1981 * especialmente marcada no setor industrial, cuja taxa de crescimento foi negativa em quase 10% em termos reais. A inflação permaneceu na faixa dos 3 dígitos devido aos mecanismos de indexação que tenderam a reproduzir a inflação passada. Devido à deterioração dos termos de troca e ao aumento da renda líquida enviada ao exterior, a queda na renda real *per capita* em 1981 foi inédita na experiência brasileira.

No que toca ao setor externo, a balança comercial apresentou uma alteração de US\$ 4 bilhões, passando de um *deficit* de US\$ 2,8 para um *superavit* de US\$ 1,2 bilhão devido à expansão das exportações (15%) e à contenção das importações (de US\$ 23 para US\$ 22,1 bilhões). Entretanto, o *deficit* em conta corrente reduziu-se apenas de US\$ 12,4 bilhões em 1980 para US\$ 11,0 bilhões em 1981, dos quais US\$ 9,2 devidos ao pagamento de juros sobre a dívida externa. Os ingressos via conta de capital permitiram modesta

* Segundo as *Contas Nacionais*, queda de 1,6%. Os 3,5% resultam de estimativa da produção industrial segundo os *Indicadores Conjunturais* do IBGE.

recuperação do nível de reservas, que aumentaram em cerca de US\$ 600 milhões. A dívida externa, incluída a dívida de curto prazo, chegou a superar a marca dos US\$ 70 bilhões ao fim de 1981.

A programação do setor externo para 1982 previa um *superavit* comercial de US\$ 3 bilhões, com exportações de US\$ 28 e importações de US\$ 25 bilhões, uma redução do *deficit* em conta corrente de US\$ 11 bilhões em 1981 para US\$ 10,1 bilhões e um balanço de pagamentos globalmente equilibrado, sem alterações nas reservas internacionais. No entanto, devido à retração do comércio mundial — que declinou cerca de 2,5% em termos reais em 1982 após a relativa estagnação de 1981 — à recessão nos países da OECD — cujo produto declinou 0,3% em termos reais — e, a partir do segundo trimestre de 1982, à retração das atividades de empréstimos internacionais dos bancos privados, aquelas estimativas não foram integralmente alcançadas. A retração dos empréstimos acelerou-se no terceiro trimestre de 1982, chegando a um quase pânico com a moratória mexicana de agosto daquele ano e a frustração que se seguiu à reunião anual do FMI e do Banco Mundial do mês seguinte, quando prevaleceu a postura norte-americana de relativa negligência quanto à crise financeira internacional. Esta crise representou, como já assinalado, os momentos finais do ciclo da política de endividamento externo.

O início de 1983 registra o acordo com o Fundo Monetário Internacional sem que, no entanto, os problemas de 1982 estivessem resolvidos. O virtual fechamento do mercado financeiro internacional a partir de setembro de 1982 levou à necessidade de uma rápida operação que envolveu, nos últimos dois meses do ano, “empréstimos-ponte” do Tesouro norte-americano no valor de US\$ 900 milhões (líquidos), dos bancos comerciais no valor de US\$ 2,3 bilhões, do FMI (através de sua linha de financiamento compensatório) no valor de US\$ 500 milhões e do Banco de Compensações Internacionais (BIS) no valor de US\$ 500 milhões, em um total de US\$ 4,3 bilhões de dólares de empréstimos compensatórios, destinados a financiar um *deficit* no balanço de pagamentos que chegou a US\$ 8,9 bilhões ao fim de 1982. A diferença, US\$ 4,6 bilhões, representou a perda de ativos internacionais por parte do Brasil. O *deficit* em conta corrente chegou a US\$ 14,8 bilhões em 1982, dos quais US\$ 11,4 referentes ao pagamento de juros sobre a dívida externa. As reservas internacionais brutas chegaram ao final do ano a cerca de US\$ 4,0 bilhões (conceito FMI). Em termos líquidos porém — isto é, descontadas as obrigações de curto prazo — eram negativas em mais de US\$ 3,0 bilhões.

A dívida externa total chegou a US\$ 83,2 bilhões, dos quais US\$ 70,2 bilhões referentes à dívida de médio e longo prazos

e US\$ 13.0 bilhões referentes à dívida de prazo inferior a um ano. Os indicadores convencionais, contudo, (como serviço da dívida/exportações, por exemplo) perderam a validade em 1982. O problema central passou a ser a questão do *fluxo de caixa* em moeda conversível, e a preocupação maior a de evitar o colapso cambial. Este foi evitado e o Governo, após chegar a um acordo preliminar com a missão oficial do FMI na virada do ano, submeteu a mais de uma centena de bancos internacionais quatro projetos com suas necessidades de financiamento externo para o ano de 1983: (1) empréstimos novos no valor de US\$ 4,4 bilhões, um valor correspondente a um aumento de 7% na *exposure* média dos bancos credores; (2) renovação de empréstimos de médio e longo prazos cuja amortização fosse devida em 1983, no valor de US\$ 4,0 bilhões; (3) manutenção de linhas de crédito comercial de curto prazo existentes no valor de US\$ 8,8 bilhões e (4) restauração dos financiamentos interbancários a bancos brasileiros no exterior, aos níveis existentes em 30 de junho de 1982, ou seja, aproximadamente US\$ 10 bilhões.

À parte as controvérsias sobre as características destes projetos iniciais, é reconhecido que os recursos estimados foram insuficientes, devido a duas ordens de fatores. Primeiro, subestimou-se a extensão da crise do sistema financeiro internacional com a moratória do México. Houve de fato uma ruptura no mercado financeiro internacional, e não paralisação transitória de empréstimos aos países em desenvolvimento: estes não se recuperariam por um longo período de tempo. Segundo, superestimou-se a capacidade de ajustamento simultâneo — e a curto prazo — das economias dos países devedores. O número de países devedores em desequilíbrio no balanço de pagamentos, assim como a *magnitude* destes desequilíbrios, dificultaram ajustamentos individuais.

No caso de um país altamente endividado, boa parte do *deficit* está associada à conta de juros a pagar aos credores externos. Em condições normais, este item não pode ser comprimido: segue-se que o ajuste tem que se dar através da balança comercial, dado que a melhoria da conta comercial é a principal garantia para tranquilizar bancos privados e outras instituições financeiras internacionais. A curto prazo, como forma de ajustar suas contas externas, um determinado país só tem a alternativa de provocar uma recessão. A queda da demanda tem como contrapartida não só aumento de exportações — particularmente caso a política econômica se oriente neste sentido — mas também uma redução das importações, concomitantes à contração do nível de atividade. Com a recessão, menores serão as importações de bens de capital e matérias-primas, reequilibrando-se as contas externas.

Essa descrição estilizada corresponde, *grosso modo*, à evolução da economia brasileira, especialmente em 1983. Um conjunto de medidas restritivas foi responsável pelo ajuste neste ano, o qual se traduziu em queda da produção da Indústria de Transformação da ordem de 6,3%. Não fora o (ainda assim fraco) crescimento do produto no Setor Agropecuário em 1983 — ano de quebras de safras e mercado externo declinante — a redução do PIB teria sido ainda maior do que os -3,2% registrados.

Conforme já por diversas vezes assinalado, o êxito no *front* externo foi razoável, lançando as bases para a continuidade desse processo de ajuste na nova fase que se inicia em 1984. Com efeito, o saldo da balança comercial alcançou US\$ 6,47 bilhões devido a uma modesta elevação das exportações (+8,5%) e, especialmente, à contenção das importações. Estas reduziram-se em nada menos de 20,5% entre 1982 e 1983. Estes resultados, a par de uma pequena contração nos juros pagos, permitiram que o *deficit* em conta corrente caísse de US\$ 14,8 bilhões em 1982 para US\$ 6,1 bilhões em 1983. Os ingressos via conta de capital, no entanto (US\$ 3,5 bilhões), não foram suficientes para evitar que o País terminasse o exercício com reservas "firmes" virtualmente nulas — a exemplo do que sucedeu em 1982 — e ainda acumulasse atrasados comerciais da ordem de US\$ 2,3 bilhões. * A dívida externa, que chegara a US\$ 83,2 bilhões em 1982, alcançou US\$ 91,2 bilhões ao final de 1983.

12.3.4 — O Início da Recuperação Econômica: 1984

O ano de 1984 ficará certamente marcado na história econômica brasileira: as projeções iniciais para o ano indicavam uma variação nula do PIB que, entretanto, cresceu cerca de 4%; estimava-se, otimisticamente, um *superavit* comercial de US\$ 9,1 bilhões e ele ultrapassou US\$ 13,0 bilhões, permitindo o virtual equilíbrio na conta corrente do balanço de pagamentos; mas a inflação ultrapassou qualquer marca anterior, situando-se em 223,8%.

No *front* externo pode-se afirmar que o País antecipou-se em um ano ao programa de ajustamento monitorado pelo FMI, que previa equilíbrio em conta corrente apenas para 1985; trata-se, porém, de resultado que requer qualificações. Em primeiro lugar, deve-se reconhecer que ele foi obtido apesar de se ter pago a maior taxa real de juros da história sobre a dívida acumulada, revelando a magnitude do custo do ajustamento e, em segundo lugar, que o atingimento daquele resultado somente foi possível devido à delibe-

* A diferença, de US\$ 0,7 bilhão, deve-se a Erros e Omissões.

Quadro 12.6

BALANÇO DE PAGAMENTOS DO BRASIL: RESUMO DAS PRINCIPAIS CONTAS,
ANOS SELECIONADOS

(Valores em US\$ milhões correntes)

Item	1968	1973	1974	1978	1980	1981	1982	1983	1984*
1 — <i>Balança Comercial</i>	28	7	-4.690	-1.024	-2.829	1.202	780	6.470	13.068
Exportações (FOB)	1.851	6.199	7.951	12.659	20.132	23.293	20.175	21.899	27.005
(-) Importações (FOB)	-1.855	-3.192	-12.641	-13.683	-22.962	-22.091	-19.395	-15.429	13.937
2 — <i>Serviços (Líquido)</i>	-556	-1.722	-2.433	-5.062	-10.212	-13.185	-16.527	-12.720	-13.500
Juros	-156	-514	-652	-2.696	-6.311	-9.161	-11.353	-9.555	-10.600
Outros	-400	-1.208	-1.781	-2.366	-3.901	-3.974	-4.174	-3.165	-2.700
3 — <i>Transferências</i>	1	71	155	199	-8	108	150
4 — <i>Transações Correntes</i>	-530	-1.715	-7.122	-6.016	-12.880	-11.734	-14.755	-6.143	-82
5 — <i>Conta de Capital</i>	641	3.512	6.264	10.910	9.804	12.779	6.255	3.477	7.040
Invest. Direto	61	940	857	1.071	1.146	1.584	991	664	1.000
Emp. e Financ.**	583	4.495	6.961	13.811	11.070	15.554	12.031	15.124	17.344
Amortização	-184	-1.672	-1.920	-5.324	-5.020	-6.242	-8.098	-10.061	-8.051
Outros***	391	-251	326	1.358	2.608	1.877	731	-2.250	-3.253
6 — <i>Erros e Omissões</i>	21	381	-68	-639	-408	-414	-368	-669	...
7 — <i>Superavit ou Déficit</i>	32	2.179	-936	4.262	-3.490	625	-8.868	-3.334	6.968
<i>Mcmo</i>									
Reservas	647	6.416	5.269	11.895	6.913	7.507	3.994	4.563	11.033
Dfvida Bruta****	3.917	12.572	17.166	43.511	53.848	61.411	69.654	81.319	92.325
Atrasados Comerciais	—	—	—	—	—	—	—	2.340	-2.301

FONTE: Banco Central do Brasil, *Relatórios* (diversos anos).

*Previsão de dezembro de 1984.

**Médio e Longo Prazos.

***Inclui capital de curto prazo.

****Dfvida registrada na FIRCE. A inclusão da dfvida não registrada eleva os totais de 1982 em diante para US\$ 53,2 bilhões, US\$ 91,6 e US\$ 100,2 bilhões, respectivamente.

rada aceitação de enorme *deficit* comercial por parte dos Estados Unidos. Para se ter uma idéia da importância desse fato, basta verificar que a participação americana no total das nossas exportações aumentou de 20% em 1982 para 23% em 1983 e 28% em 1984. ● Os principais indicadores do balanço de pagamentos — Quadro 12.4 — mostraram melhora, em alguns casos sensível; a mais notável é a relação juros líquidos/saldo comercial, que pela primeira vez desde 1970 foi positiva (*superavit* comercial) e menor que a unidade.

No *front* interno, os inesperados crescimentos de quase 7% da produção industrial e de 4% do PIB são os resultados positivos. Entretanto, deve-se ressaltar que se tratou de crescimento “voltado para o exterior” no sentido de que os componentes “domésticos” do PIB sofreram queda em termos reais. Para uma inflação americana da ordem de 4% em 1984, o consumo brasileiro elevou-se 1,7% em dólares, reduzindo sua participação no PIB de 80,0% em 1983 para 77,9% em 1984; o investimento doméstico caiu 1,4%, uma queda real da ordem de 5,5%, reduzindo sua participação de 17,7% em 1983 para 16,7% em 1984. Apenas o componente externo — o saldo em transações reais — registrou aumento real, que elevou sua participação no PIB de 2,3% em 1983 para 5,4% em 84 (Quadro 12.7).

Quadro 12.7

BRASIL: CONTAS NACIONAIS — 1980/84

(Valores Correntes e %)

Item	1980	1981	1982	1983*	1984**	1984***
PIB						
Cr\$ Trilhões	13,2	25,6	50,8	121,1	399,2	403,7
Cresc. Real (%)	7,2	-1,6	0,9	-3,2	3,5	4,1
US\$ Bilhões****	250,2	275,9	283,1	209,7	218,1	219,0
Composiçãc (%)	100	100	100	100	100	100
Consumo	79,6	79,1	79,4	80,0	78,2	77,9
Investimento	22,5	21,2	21,2	17,7	16,8	16,7
Conta Corrente*****	-2,1	-0,3	-0,6	2,3	5,0	5,4

FONTE: BACEN, *Brasil—Programa Econômico: Ajustamento Interno e Externo*, nov. 84.

* Preliminar.

** Projeção oficial de nov. 84.

*** Projeção incorporando os resultados finais de 1984 da balanço comercial, das inflações brasileiras e americana e a taxa média de câmbio efetiva.

**** Convertido pela taxa média de Câmbio.

***** Exclui pagamentos de fatores.

Embora considere-se indispensável a obtenção de elevados saldos comerciais nos próximos anos, não é lícito esperar que se repita no mesmo ritmo a contribuição do componente externo no crescimento futuro do produto brasileiro.

Entretanto, existe a generalizada convicção de que aquela era uma fase necessária do ajustamento econômico. A demonstração de capacidade na geração de saldos comerciais superiores aos juros devidos no ano seria uma pré-condição para a obtenção de um reescalonamento da dívida externa, que incluísse parcela dos pagamentos de juros, além das amortizações. Vencida essa fase, teria chegado o momento de repensar as condições da renegociação da dívida externa, de modo a permitir um nível adequado de crescimento econômico.

A seção que segue analisa as principais sugestões que têm sido formuladas para a questão da dívida externa.

12.3.5 — Sugestões para a Questão da Dívida Externa

Existe uma quase total concordância entre os economistas brasileiros de que outras soluções, que não a da renegociação da dívida externa, representam unicamente um adiamento da questão. Nesse sentido, diversas propostas, não excludentes, têm sido apresentadas recentemente. Uma primeira alternativa * no sentido de aliviar o problema apresenta-se aparentemente mais simples do que as demais: a redução dos *spreads*, seja através de um esquema em que alguma instituição para esse fim capitalizada assumo o pagamento dessa margem, seja porque a diminuição do risco de inadimplência, dado o processo de ajuste recente, constitui um não desprezível elemento de barganha na obtenção de uma redução de *spreads* e comissões. Como no caso de algumas outras propostas, no entanto, essa alternativa encontra resistência por parte dos bancos internacionais, conforme evidenciado nos acordos de reescalonamento de dívidas de diversos países no passado recente.

A segunda alternativa seria a da capitalização dos juros, entendida como a postergação de pagamento de parte ou da totalidade desses rendimentos, os quais seriam incorporados ao principal, processo semelhante ao que vem sendo feito com as amortizações, ou os empréstimos-jumbo. Essa proposta admite alguns refinamentos alternativos, do seguinte tipo:

* Estes itens resumem partes da apreciação de Luiz A. C. do Lago. "A Dívida Externa Brasileira e o Endividamento Global dos Países em Desenvolvimento", TDI n.º 76, Departamento de Economia, PUC/RJ, setembro de 1984.

i) estabelecimento de um montante máximo (fixo ou variável no tempo) de juros a serem pagos, * o excedente sendo capitalizado, possivelmente, às taxas de mercado;

ii) fixação de um teto para a taxa de juros (nominal, ou real), idem;

iii) capitalização *total* dos juros durante algum tempo, período em que se acumulariam reservas pagando-se apenas os juros não bancários e de empréstimos comerciais. Essa proposta encontraria, provavelmente, ainda maior resistência por parte dos emprestadores.

Qualquer que seja a alternativa de capitalização, no entanto, existe um complicador no que se refere aos bancos norte-americanos, que enfrentariam dificuldades devido a regras de supervisão bancária.

Uma terceira alternativa consiste em estipular uma taxa de juros nominal fixa, considerada normal. Sempre que a taxa de mercado (*LIBOR, prime?*) excedesse o nível da taxa normal por um determinado período, empréstimos de contingência seriam concedidos pelos governos dos países desenvolvidos em condições mais favoráveis do que as de mercado — proposta que encontrará forte resistência a nível político naqueles países.

A quarta alternativa, que não exclui as anteriores, é a da ampliação dos prazos para pagamentos da dívida. Trata-se de proposta com vários precedentes históricos no caso do Brasil, e que tem a vantagem de reduzir as amortizações, podendo ser aplicada seja à dívida já existente, seja ao pagamento dos juros capitalizados, fixando-se prazos e períodos de carência maiores.

Um quinto grupo de propostas, mais abrangentes do que as anteriores, deve ser aqui mencionado — embora sua execução só possa ser viabilizada, se espaço político e econômico houver, no médio e longo prazos. Inclui as propostas de criação de novas agências internacionais de financiamento e de auxílio a países endividados, possivelmente com recursos de governos dos países desenvolvidos. As diversas modalidades incluídas nesse grupo englobam idéias como a de criação de uma agência internacional de redesconto da dívida, que compraria dívidas de longo prazo dos bancos internacionais com algum deságio, trocando-as por títulos com juros levemente inferiores aos dos empréstimos originais.

Uma sexta alternativa inclui mudanças na maturidade e/ou natureza da dívida: por exemplo, a transformação desta em outros tipos de obrigação como *bonds* transferíveis de longo prazo a juros reais levemente positivos. Ou, alternativamente, conversão dos em-

* O qual pode, por exemplo, ser vinculado à receita de exportações.

préstimos externos em capital de risco, como, por exemplo, participação acionária (possivelmente minoritária) em empresas estatais ou debêntures conversíveis em ações.

Desse conjunto, claramente não exaustivo, de propostas de renegociação, emergem algumas conclusões interessantes. A primeira delas é que em praticamente todos os casos existem fortes resistências à adoção da alternativa por parte de pelo menos um dos principais agentes envolvidos — seja por parte dos bancos credores, seja por parte dos governos dos países desenvolvidos ou, em alguns casos, mesmo por parte do governo brasileiro. Em segundo lugar, deve ter ficado claro que uma solução pode envolver elementos de mais de uma das propostas acima mencionadas — e de outras que eventualmente venham a ser trazidas a público. Em terceiro lugar, e mais importante, é transparente de boa parte das propostas (particularmente das três primeiras alternativas) que estas utilizam como base as taxas de juros *de mercado*, para uma situação *que não é de mercado*. A justificativa para isso é a de que os bancos internacionais captam a taxas de juros de mercado, e não estão dispostos a operar em seus empréstimos com taxas “concessionais”. No entanto, a situação atual, para sua superação, indica que uma parte dos custos do ajuste deve recair sobre o sistema bancário internacional, sob pena de, na impossibilidade política e econômica de prolongar-se demasiadamente o período de ajuste, tenha-se que optar por soluções mais drásticas — embora de conseqüências imprevisíveis — à revelia dos agentes credores.

12.4 — Problemas e Perspectivas da Economia Internacional

A interdependência do Brasil com a economia internacional está longe de constituir um fato novo. Poucos episódios na história econômica brasileira admitem uma explicação satisfatória, para não dizer exaustiva, sem recurso a uma análise concomitante do cenário internacional. Na última década, contudo, estreitaram-se de maneira particularmente significativa os laços que unem o Brasil à economia mundial, em virtude de uma integração a nível financeiro, quantitativa e — talvez — qualitativamente, mais relevante do que a precedente integração a nível comercial/real.

A economia brasileira tem-se tornado de fato cada vez mais sensível ou, de outro modo, mais vulnerável às oscilações de algumas variáveis-chave da economia internacional. A trajetória dessas va-

raveis é condicionada pela *performance* de um grupo restrito de países industrializados ou pela adoção, nesses países, de políticas econômicas sobre as quais o Brasil não exerce obviamente nenhum controle. Do exame dos problemas e perspectivas da economia internacional resulta, portanto, uma avaliação das restrições e condicionamentos a que estará submetida a economia brasileira no futuro próximo.

A escolha das variáveis relevantes a serem examinadas está ditada pelo horizonte temporal contemplado na análise. Numa perspectiva que não ultrapasse o próximo quinquênio é possível se restringir a um grupo reduzido de variáveis e a seus determinantes imediatos. O crescimento dos países industrializados, a expansão do comércio mundial e a evolução da taxa de juros internacional constituem, nesse aspecto, um conjunto básico de indicadores da economia internacional que, em virtude de suas inter-relações bem como de seus determinantes comuns — notadamente o conjunto de políticas econômicas adotadas ou passíveis de serem adotadas pelas principais economias do mundo —, admite um tratamento conjunto (Subseção 12.4.1). A evolução da taxa efetiva real do dólar tem adquirido crescente importância no último quinquênio, em razão da persistência e magnitude do processo de valorização da moeda americana. As controvérsias em torno dos determinantes desse processo, bem como de suas implicações para o resto das economias industrializadas e não-industrializadas, sugerem a conveniência de um exame mais específico (Subseção 12.4.2). As tendências protecionistas nos principais mercados internacionais, bem como alguma previsão quanto à provável evolução dos preços do petróleo, constituem elementos adicionais requeridos numa avaliação das perspectivas da economia internacional. Com base nesse marco de referência mínimo torna-se possível, portanto, examinar algumas projeções que dizem respeito à evolução da economia mundial e suas implicações para o desempenho da economia brasileira (Subseção 12.4.3).

12.4.1 — Crescimento, Comércio Mundial e Taxa de Juros Internacional

a) O papel da política econômica

Em 1979, após o segundo choque do petróleo, delineou-se nas principais economias do mundo industrializado um conjunto de medidas de política econômica, cuja adoção simultânea — embora não coordenada —, determinou a configuração de um cenário internacional marcado por características profundamente recessivas. Em

um clima dominado pelo conservadorismo tanto político como econômico, a luta antiinflacionária passou a ocupar o primeiro lugar entre os objetivos da política econômica, abandonando-se definitivamente qualquer expectativa em torno da possibilidade de explorar um eventual *trade-off* entre inflação e desemprego.

A tenacidade com que os países industrializados perseguiram seus objetivos antiinflacionários ficou materializada na adoção de políticas monetárias particularmente restritivas, destinadas a sancionar a nova estrutura de preços relativos. Objetivos de redução do *deficit* público e princípios de austeridade pautaram a orientação da política fiscal na maioria desses países — exceto nos Estados Unidos —, verificando-se, simultaneamente, a implementação generalizada de medidas conservacionistas na área de energia. Ensaíram-se também, em alguns casos, políticas de rendimentos acertadas em bases mais ou menos consensuais, tendentes a quebrar a espiral de preços-salários. Contudo, o peso principal da política antiinflacionária recaiu, sem dúvida, sobre a política monetária.

O impacto recessivo dessas medidas foi dramático. O crescimento médio anual dos países da OECD caiu de 4,2% no período 1976/78 para menos de 1% no triênio 1980/82, sendo que em alguns países o crescimento foi negativo neste último período. As taxas de juros elevaram-se em até 10 pontos percentuais em relação aos níveis prevalentes no período imediatamente anterior à crise, superando largamente o ocorrido após a primeira elevação dos preços do petróleo. A taxa média de desemprego nos sete principais países da OECD passou de 5,5% em 1978 a mais 8% em 1983. O comércio mundial desacelerou-se rapidamente, evoluindo a taxas nulas ou até negativas. Configurou-se, assim, um cenário de crise generalizada que se alastrou aos países menos desenvolvidos sob a forma de crises de endividamento e de estrangulamento externo.

O alto grau de interdependência alcançado pelas economias industrializadas tornou particularmente estreitas as margens de ação para qualquer tentativa autônoma de implementação de uma política econômica alternativa, constituindo a França um claro exemplo nesse sentido. De fato, a regra foi exatamente o caso oposto: diversos países tiveram que extremar a contragosto o caráter restritivo da política econômica, notadamente da política monetária, na tentativa de salvaguardar seus objetivos antiinflacionários ou de política cambial.

O curso de ação adotado pela política econômica nos Estados Unidos evidenciou-se, nesse sentido, como sendo particularmente perverso para os demais países industrializados. De fato, a partir de 1979 os Estados Unidos instauraram uma política monetária contencionista, como de resto o fizeram em sua maioria os países da Europa Ocidental. Em matéria fiscal prevaleceu, contudo, a filosofia do

supply-side economics, baseada na redução de alíquotas de taxaço ou na eliminaço de alguns impostos, com o objetivo de elevar as margens de rentabilidade e de estimular a oferta. O dispêndio público, porém, foi mantido em níveis elevados, em virtude, particularmente, do reinício da corrida armamentista. Como resultado dessa conduta fiscal assimétrica agravaram-se os *deficits* públicos e elevaram-se ainda mais as taxas de juros. A combinaço de uma política monetária restritiva e uma política fiscal expansionista propiciou a geraço de diferenciais de juros favoráveis aos ativos denominados em dólares, estimulando o influxo de capitais em direço aos Estados Unidos. Os países europeus viram-se, então, na alternativa de aceitar uma desvalorizaço de suas moedas ou forçar a elevaço de suas respectivas taxas de juros, através de um aperto ainda maior na política monetária. A primeira opção tornava ainda mais problemática a luta antiinflacionária, uma vez que a desvalorizaço cambial tendia a gerar uma componente inflacionária adicional de magnitude não desprezível. A elevaço das taxas de juros agravava por sua vez o quadro recessivo, minando as possibilidades de recuperaço. O resultado final foi uma combinaço de ambos os eventos, verificando-se uma significativa valorizaço da moeda americana além da implementaço, na Europa e no Japão, de uma política monetária permanentemente condicionada pelas freqüentes oscilaço das taxas de juros nos Estados Unidos.

A crise que afetou a economia internacional no período 1980/82 — uma combinaço de recessão econômica, estagnaço ou queda do comércio mundial, elevaço explosiva das taxas de juros nominais e reais, e valorizaço do dólar americano — teve, portanto, como determinantes imediatos as açoes de política econômica antiinflacionária empreendidas pela maioria dos países industrializados num contexto de mútua interdependência.

O impacto deflacionário desse conjunto de medidas tornou-se evidente a partir de 1981. As taxas de inflaço reduziram-se primeiro no Japão, depois nos Estados Unidos e finalmente nos países da Europa Ocidental. Em 1983, o índice de preços ao consumidor para o conjunto dos países da OECD encontrava-se já em torno de 5 a 6%, ou seja, sete pontos percentuais abaixo do pico inflacionário verificado no primeiro semestre de 1980. As taxas de juros nominais começaram a ceder em 1982, permanecendo, porém, em níveis relativamente elevados durante 1983 e 1984. As taxas de juros reais, independentemente de sua sempre controversa mensuraço, mantiveram-se em um patamar elevado ao longo de todo o período. A maioria dos analistas atribui esse fenômeno à prevalência de expectativas inflacionárias nos Estados Unidos, alimentadas por um certo descrédito em relaço à firmeza da política monetária, bem

como à percepção de que o desequilíbrio fiscal continua ainda hoje sem solução.

A recuperação do crescimento econômico e a reativação do comércio mundial seguiram um processo mais demorado e menos linear. No caso da economia americana, os primeiros sinais da recuperação tornaram-se evidentes apenas em fins de 1982. Para a retomada do crescimento contribuíram alguns fatores característicos de toda recuperação cíclica, como o processo de reposição de estoques, a reativação da construção residencial e o esgotamento do ciclo de vida de diversos bens de consumo duráveis, bem como alguns fatores atípicos, notadamente a redução e corte de impostos e a expansão do dispêndio público, principalmente do gasto militar. Nos demais países da OECD verificou-se também, a partir de 1983, um fortalecimento da demanda interna. Contudo, o principal impulso foi de caráter externo. A significativa valorização do dólar determinou que o processo de recuperação da economia americana se desenvolvesse no contexto de *deficits* comerciais sem precedentes, contribuindo assim para a recuperação européia e japonesa, e propiciando ao mesmo tempo um certo desafogo aos países endividados. O ano de 1984 registrou um crescimento da ordem de 4 a 4,5% para o conjunto dos países da OECD, e uma expansão do comércio mundial em torno de 5%. A continuidade desse processo, bem como a eventualidade de sua reversão, serão examinadas mais adiante.

b) Implicações para os países em desenvolvimento

A dependência dos países não industrializados em relação ao curso da política econômica adotado nos principais países da OECD tem revitalizado — ainda que em termos menos ideológicos — a antiga polêmica acerca das relações entre o centro e a periferia, tão característica do debate desenvolvimentista dos anos 50 e início dos 60. Predomina, na atual conjuntura, uma visão orientada principalmente para o curto e médio prazos, bem como uma preocupação tendente a basear a discussão em torno de um número reduzido de relações passíveis de verificação empírica — vale dizer, de quantificação.

A seqüência causal salientada nas análises que enfatizam essa dependência, notadamente nas análises prospectivas baseadas em modelos econométricos destinados a avaliar o desempenho de países endividados, destaca, em primeiro lugar, o impacto da política macroeconômica adotada nos países centrais sobre a expansão do comércio mundial, a trajetória da taxa de juros internacional e a evolução da taxa efetiva real do dólar. Essas variáveis determinariam por sua vez a demanda de exportações dos países endividados, os preços reais de suas exportações e importações — ou seja, os termos

de troca — bem como os requisitos para o serviço das respectivas dívidas. O crescimento nos países não industrializados, bem como a sua capacidade de “servir” as dívidas, estariam, portanto, essencialmente condicionados pela orientação dada à política econômica num grupo restrito de países.

Deixando de lado os efeitos da valorização do dólar, examinados mais adiante, focaliza-se a seguir, em primeiro lugar, as relações entre o crescimento nos países industrializados, a expansão do comércio mundial e as exportações dos países em desenvolvimento. Enfatiza-se, neste caso, o fato de a OECD ser atualmente responsável por mais de 65% da produção mundial e absorver, a despeito de seu limitado grau de abertura, em torno de 60% das exportações do resto do mundo. As evidências econométricas mais recentes situam em torno de 2,5/1 (ou mesmo 3/1) a relação existente entre o crescimento — em termos de *quantum* — da demanda de importações dos países industrializados e o crescimento do produto nesses mesmos países. Esses valores, sem dúvida muito significativos, têm servido para estimular expectativas exageradamente otimistas — ou pessimistas, dependendo da fase do ciclo — no que se refere aos prováveis efeitos de variações, ainda que modestas, no crescimento dos países industrializados sobre a *performance* exportadora dos países menos desenvolvidos. Uma visão mais adequada ao caso brasileiro é obtida a partir de estimativas que associam o crescimento no volume das exportações dos países em desenvolvimento com a expansão do produto nos países industrializados. As elasticidades encontradas neste caso variam entre 1 e 3, dependendo do critério de desagregação adotado: basicamente da discriminação dos países em desenvolvimento em exportadores e não-exportadores de petróleo, e da distinção entre exportadores de matérias-primas e de produtos manufaturados. No caso do Brasil essa elasticidade parece situar-se em torno de 1 a 1,5.

Uma outra relação, para a qual existem evidências econométricas ainda menos satisfatórias, diz respeito ao impacto do crescimento nos países centrais e da evolução da taxa de juros internacional sobre o preço real das *commodities*, ou sobre o preço real das exportações dos países não industrializados, ou, eventualmente, sobre seus termos de troca. Em todos esses casos, apesar da instabilidade dos coeficientes — ou seja, das elasticidades — têm-se encontrado resultados significativos, constatando o efeito negativo da elevação da taxa de juros internacional e da retração do crescimento nos países industrializados sobre os preços reais de exportação dos países não industrializados.

Resta mencionar ainda o impacto, nos países endividados, de variações na taxa de juros internacional decorrentes, quase sempre, das vicissitudes da política monetária dos países industrializados.

Os efeitos estão, neste caso, obviamente determinados pela magnitude do estoque da dívida, bem como pela importância da dívida bancária e não bancária contratada a taxas de juros flutuantes. No caso do Brasil, essa parcela representa aproximadamente 75% da dívida externa de médio e longo prazos, de tal forma que uma elevação de 1% na taxa de juros internacional, mantida ao longo de doze meses, representaria uma despesa adicional de juros de aproximadamente 750 milhões de dólares.

Análises recentes têm enfatizado ainda um outro canal pelo qual a política monetária nos países centrais afeta os encargos dos países endividados. Focaliza-se, neste caso, o *spread* existente entre a taxa de juros internacional e a remuneração dos títulos públicos — ativos financeiros isentos de risco — nesses mesmos países. De acordo com esses estudos, o *spread* aumenta toda vez que se eleva a remuneração dos títulos, em virtude de apertos na política monetária. De fato, o que esses e outros estudos estariam revelando é que elevações nas taxas de juros domésticas dos países centrais resultam em aumentos mais do que proporcionais no custo dos empréstimos para os países endividados.

À guisa de conclusão valeria a pena mencionar os resultados obtidos por Bacha * para o Brasil numa tentativa de decomposição das variações nos *deficits* em conta corrente em decorrência de choques externos. De acordo com essa análise, entre 1978 e 1982 os choques externos incrementaram em 5,6% os *deficits* em conta corrente como proporção do produto potencial, sendo que 57% dessa variação foram devidos à deterioração dos termos de troca, 20% à retração do comércio mundial, e os restantes 23% à elevação da taxa de juros internacional. Ainda descontando o impacto negativo da elevação dos preços de petróleo sobre os termos de troca — que não pode obviamente ser creditado aos países industrializados — essas estimativas servem para sublinhar o elevado grau de dependência do Brasil em relação ao curso da política econômica nos países centrais.

12.4.2 — A Valorização do Dólar Norte-Americano

Em agosto de 1984, o dólar norte-americano estava sendo cotado quase 35 pontos percentuais acima do nível médio registrado em 1980, medida a paridade em termos de uma cesta de moedas correspondente às principais economias do mundo industrializado, ajus-

* Bacha, E. I., "Choques Externos e Perspectivas de Crescimento: O Caso do Brasil, 1973-1989", em *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 14 (3), dezembro de 1984.

tada pelos diferenciais de inflação. A amplitude do fenômeno admite questionamentos, sem dúvida, dada a inevitável dose de arbitrariedade contida na construção de índices de taxa de câmbio efetiva real, tanto no que diz respeito à escolha do esquema de ponderações, como no que se refere à seleção dos índices de preço ou, particularmente, à adoção do período-base. Assim, por exemplo, a escolha do biênio 1980-1982 — um período de referência talvez mais adequado, na medida em que assinala a reorientação e consolidação da política monetária, fiscal e energética nos principais países industrializados —, reduz para 20% a valorização do dólar norte-americano na referida data. Contudo, a despeito das inevitáveis controvérsias estatísticas, a valorização da moeda norte-americana é hoje um fato indiscutível e aceito pela totalidade dos analistas internacionais. A polêmica tem-se deslocado para aspectos mais substantivos, de índole tanto teórica como prática, focalizando particularmente os determinantes dessa valorização, suas implicações para a economia dos EUA, bem como suas repercussões para o resto do mundo. Um último aspecto, também obviamente em pauta, diz respeito à continuidade ou reversão do fenômeno a curto e médio prazos.

a) Determinantes da valorização

A valorização do dólar norte-americano, iniciada a partir de 1980, marca, sem dúvida, um nítido contraste em relação à tendência que tinha prevalecido ao longo da década de 70. De fato, entre 1970 e 1979 o dólar depreciou-se quase 25% em termos efetivos reais, sendo que sua desvalorização *vis-à-vis* moedas específicas, como o marco alemão ou o iene japonês, atingiu níveis superiores a 35%. A recuperação da moeda americana, verificada nos primeiros dois anos da década de 80, foi considerada, portanto, um retorno à paridade de equilíbrio, constituindo a principal preocupação desse período a volatilidade observada nas diversas taxas de câmbio. A persistência do fenômeno, contudo, recolocou a discussão em termos dos níveis das taxas cambiais, contrapondo dois diagnósticos: o primeiro explicava e validava o fortalecimento do dólar a partir de considerações tanto estruturais como conjunturais; o segundo apontava a existência de uma sobrevalorização da moeda americana, reconhecendo explicitamente a ocorrência de um desvio em relação à paridade de equilíbrio.

Os principais argumentos alinhados por aqueles que não acreditam na existência de um desvio em relação à paridade de equilíbrio enfatizam a preferência dos investidores particulares e institucionais por ativos que apresentem as melhores perspectivas de retorno líquido real para um dado prazo de maturação e para dadas condições de incerteza financeira e risco. A valorização da moeda americana seria, então, o resultado de movimentos de carteira

orientados em direção a ativos denominados em dólares e refletiria, intrinsecamente, um estado generalizado de confiança nas perspectivas da economia daquele país. A vigorosa recuperação verificada nos Estados Unidos a partir do terceiro trimestre de 1982, aliada à significativa queda dos índices inflacionários, teria alimentado a confiança dos investidores. A legislação fiscal preferencial em vigor a partir de 1981 constituiria, de outro lado, uma garantia de retornos líquidos mais elevados sobre ativos financeiros de emissão pública e privada, ou, ainda, sobre investimentos em capital de risco localizados em território norte-americano. A preferência por ativos denominados em dólares ver-se-ia também fortalecida pela percepção de menores riscos associados a fatores de ordem política. De fato, o avanço socialista em alguns países da Europa Ocidental — acompanhado de nacionalizações em diversos setores econômicos —, a permanente instabilidade no Oriente Médio, e a crise de endividamento que afeta as principais economias latino-americanas, teriam estimulado a fuga de capitais à procura de abrigo nos Estados Unidos. Adicionalmente, a valorização do dólar refletiria também a maior competitividade internacional da economia americana, notadamente na área de serviços.

A influência desses fatores não é contestada por aqueles que apontam a existência de uma sobrevalorização da moeda americana. Eles seriam, contudo, insuficientes para explicar o fenômeno. Os argumentos dos que partilham desta visão centram-se, mais uma vez, na peculiar combinação de políticas monetária e fiscal que tem caracterizado a economia americana nos últimos anos. De acordo com este enfoque, o equilíbrio de carteira dos investidores é alcançado quando o diferencial de juros favorável, por exemplo, aos ativos denominados em dólares, é plenamente compensado por uma expectativa de desvalorização da moeda americana. A política monetária e fiscal numa economia aberta aos fluxos de capitais internacionais e com regime de taxas cambiais flexíveis afetaria não apenas as taxas de juros, mas também as taxas de câmbio. No caso específico da economia americana, a política monetária restritiva implementada a partir de 1979 teria elevado as taxas de juros e estimulado o influxo de capitais do resto do mundo. A valorização inicial do dólar, em decorrência da melhoria verificada no balanço de pagamentos, tendeu a acentuar-se e ultrapassar o nível de equilíbrio, gerando assim expectativas de desvalorização da moeda americana compensadoras do diferencial de juros.

A implementação da política monetária restritiva deveria ter levado a uma queda de preços e a um estreitamento do diferencial de juros, seguido de uma depreciação do dólar americano e posterior enfraquecimento das expectativas de desvalorização. O fato de ter persistido a valorização é explicado então a partir da política fiscal.

O desequilíbrio fiscal americano, do mesmo modo que a política monetária, teria afetado, simultaneamente, as taxas de juros e a taxa de câmbio. O excesso de demanda decorrente da existência de *deficits* públicos estruturais teria sido acomodado não apenas pela elevação das taxas de juros reais, inibidoras do investimento privado, como pela valorização da taxa de câmbio real, geradora de *deficits* externos, resultantes da reorientação da demanda em direção aos bens e serviços transacionados no mercado internacional. A contínua valorização do dólar americano em relação, particularmente, às moedas européias, é explicada, portanto, pelas políticas fiscais divergentes praticadas nos Estados Unidos e nos países da Europa Ocidental. Em síntese, diferenciais de juros persistentes não podem, via de regra, prevalecer num mercado internacional de capitais plenamente integrado, constituindo, portanto, a política monetária uma explicação insuficiente para a sobrevalorização do dólar. Políticas fiscais divergentes podem, no entanto, coexistir durante longos períodos, afastando persistentemente as taxas cambiais de seus valores de equilíbrio.

Um corolário evidente deste enfoque é que a exacerbação de expectativas de desvalorização da moeda americana, a partir — por exemplo — de vultosos *deficits* externos, quando não compensados por diferenciais de juros crescentes, pode resultar em fugas maciças de capitais, capazes de precipitar a queda efetiva do dólar. A terapêutica óbvia, nesse caso, aponta para uma política monetária mais restritiva, tendente a gerar o diferencial de juros necessários para sustar o processo.

b) Efeitos da valorização

Menos sujeitas a controvérsia e de avaliação menos problemática são as implicações da valorização do dólar para a economia americana bem como suas repercussões no resto do mundo. É possível apontar em cada caso efeitos positivos e negativos, o balanço final dependendo da particular inserção de cada país na economia internacional.

A valorização do dólar teve nos Estados Unidos efeitos deflacionários evidentes, contribuindo com uma redução acumulada de 3 a 4,5 pontos percentuais na taxa de inflação do período 1980/83. As pressões deflacionárias se exerceram particularmente através de reduções nos preços das *commodities*, bem como nos preços dos insumos importados em geral, afetando positivamente os custos da Indústria de Transformação norte-americana. Do outro lado, a crescente concorrência dos bens manufaturados de origem externa propiciou o arrefecimento na evolução dos preços dos similares domésticos. De fato, importantes segmentos da indústria ficaram crescentemente expostos a uma agressiva concorrência internacional, sendo

pressionados a exercer um maior controle de custos, aumentar os níveis de produtividade e praticar uma política de preços atendendo ao objetivo de preservar posições relativas nos mercados interno e externo. Essas pressões acabaram transmitindo-se aos mercados de trabalho, afetando o padrão de reajuste dos contratos salariais e contribuindo inclusive, em alguns casos, para uma redução do salário real.

Sem embargo, a regra geral foi perda de competitividade da indústria americana, com importantes reflexos nos níveis de atividade e de emprego. A geração de *deficits* comerciais sem precedentes, tanto em 1983 como em 1984, constituem nesse sentido provas incontestáveis. A valorização do dólar reduziu o ímpeto da recuperação americana através do redirecionamento da demanda agregada para os mercados externos, contribuindo ainda para manter em níveis relativamente elevados as taxas de desemprego nos Estados Unidos. Propiciou também o acirramento das pressões protecionistas. Os acordos de restrição voluntária ou compulsória a que tiveram de se submeter alguns dos parceiros comerciais americanos — como o Japão, no caso das exportações automobilísticas, ou o Brasil, no caso das exportações de produtos siderúrgicos — foram, sem dúvida, uma decorrência da perda de competitividade da indústria americana. A onda protecionista encontrou, contudo, resistências inclusive dentro dos Estados Unidos, uma vez que para algumas correntes de opinião a valorização do dólar devia servir como estímulo ao aumento da produtividade ou, em última instância, devia contribuir para a definitiva erradicação de segmentos industriais que já não mais ofereciam vantagens comparativas.

A ascensão do dólar trouxe ainda mudanças significativas na estrutura do financiamento público e privado, dando inclusive lugar a uma situação paradoxal: a maior potência econômica do mundo passou a beneficiar-se da absorção de recursos reais e financeiros externos para atender, em última instância, seus crescentes desequilíbrios fiscais.

No que se refere às repercussões da valorização do dólar no resto do mundo, é preciso distinguir entre países industrializados e países em vias de desenvolvimento. Para os países da Europa Ocidental — e principalmente para o Japão — o fenômeno significou um estímulo à recuperação sustentada das exportações com destino ao mercado dos EUA. Trouxe, em contrapartida, algumas dificuldades adicionais no combate à inflação, ao elevar os preços dos *tradeables* e impedir, por exemplo, que os países industrializados auferissem em maior medida os benefícios decorrentes da estabilidade, ou inclusive queda, nos preços do petróleo. A valorização agravou também a

necessidade de implementação de políticas monetárias restritivas, contribuindo para manter os juros em níveis elevados e dificultar a retomada do crescimento.

Os países em desenvolvimento beneficiaram-se da valorização pela maior abertura do mercado americano, sendo, porém, penalizados pela evolução negativa dos termos de troca, particularmente desfavoráveis no caso dos países exportadores de *commodities*. Estimativas econométricas associando variações nos preços reais das *commodities* a variações na taxa efetiva real do dólar têm encontrado, nesse sentido, resultados robustos e significativos: uma depreciação de 10% do dólar em termos efetivos reais elevaria em até 7% o preço real das *commodities*. Os efeitos estimulantes decorrentes do desequilíbrio comercial americano devem, portanto, ser relativizados no caso dos países em desenvolvimento exportadores de *commodities*, dada a evidência de que o processo de valorização do dólar tem afetado negativamente e de maneira não desprezível o preço de suas exportações.

Cabe apontar, por último, o impacto negativo da valorização da moeda americana para os países endividados que detêm parte substancial de seus débitos denominados em dólares. Estimativas recentes da OECD revelam que nos países em desenvolvimento a participação do dólar nas dívidas de longo prazo oscila em torno de 50%, atingindo até 70% nas dívidas de curto prazo. No último triênio, esses países sofreram de fato uma valorização significativa no estoque real de suas dívidas.

Para os países não industrializados, portanto, o efeito líquido de valorização do dólar tem sido bastante diferenciado, dependendo basicamente desses três fatores: grau de acesso ao mercado americano e conseqüente participação nos *deficits* comerciais desse país; estrutura da pauta de exportações em termos de *commodities* e manufaturados; e magnitude e composição do estoque da dívida no que se refere à moeda de denominação dos débitos. Obviamente, aqueles que no último quinquênio ainda apresentaram um quadro de instabilidade política, sofreram o impacto adicional da migração de capitais, conforme atestam os volumosos fluxos de capitais não registrados incorporados como "Erros e Omissões" no balanço de pagamentos dos EUA.

12.4.3 — Considerações Finais e Perspectivas

A economia mundial encontra-se desde 1983 em fase de recuperação, sob o estímulo e a liderança da expansão americana. Em 1984 o crescimento dos países da OECD atingiu uma taxa superior a 4,5%

e o comércio mundial apresentou pela primeira vez desde 1979 uma expansão próxima dos 7%. A inflação mundial encontra-se há mais de dezoito meses em níveis relativamente baixos — em torno de 5% — apresentando ainda uma tendência declinante. As taxas de juros internacionais, após permanecerem em níveis elevados ao longo dos primeiros oito meses de 1984, começaram a ceder, aproximando-se, em fins desse ano, do patamar dos 10 a 10,5% anuais, o que implica, porém, a prevalência de taxas reais ainda bastante expressivas — da ordem de 6% ao ano. Os preços reais do petróleo têm-se mantido relativamente estáveis ao longo do último período, apresentando, inclusive, uma tendência cadente.

A extrapolação dessas tendências aponta para a configuração de um quadro razoavelmente otimista em relação às perspectivas da economia mundial. Uma avaliação prospectiva do cenário internacional deve, contudo, considerar outros aspectos.

Cabe mencionar, em primeiro lugar, a existência de elementos de natureza política e institucional cuja presença pode, eventualmente, condicionar o curso futuro da política econômica nos principais países industrializados. Um primeiro elemento a ser destacado diz respeito à orientação econômica conservadora que prevalece atualmente na formulação da política econômica desses países. A preocupação em evitar novos surtos inflacionários e reduzir o *deficit* fiscal deverá, nesse sentido, continuar sendo a principal diretriz de política econômica nos países industrializados, particularmente nos países da Europa Ocidental. Essa orientação, ao mesmo tempo que fortalece as expectativas quanto à continuidade de índices inflacionários razoavelmente baixos, introduz uma grande incerteza em relação à evolução futura da taxa de juros internacional e, conseqüentemente, em relação à própria expansão da economia mundial. Outro elemento a ser considerado é o alto grau de interdependência evidenciado pelas economias industrializadas no atual contexto de taxas de câmbio flexíveis. A experiência recente tem mostrado que o sistema afeta não apenas a estabilidade das taxas cambiais — como era de se esperar —, mas reduz também a autonomia no gerenciamento da política monetária. Esse tem sido, de fato, o caso de vários países europeus que, tentando evitar a crescente desvalorização de suas moedas em relação ao dólar americano, optaram pela implementação de políticas monetárias excessivamente restritivas quando avaliadas em função de objetivos exclusivamente domésticos. Essa interdependência torna, portanto, ainda menos transparente qualquer previsão quanto à evolução futura da taxa de juros internacional.

Existe, por último, um outro fator condicionante da política econômica nos países industrializados e que diz respeito às elevadas

taxas de desemprego que ainda prevalecem nessas economias. Trata-se de um elemento particularmente relevante para as perspectivas dos países endividados, uma vez que se constitui em fontes de exacerbação das pressões protecionistas nos países industrializados. Efeitos análogos resultam da valorização do dólar no caso da economia americana. O amplo debate suscitado nos Estados Unidos pela recente renovação do Sistema Geral de Preferências, bem como a inclusão, nesse acordo, de cláusulas restritivas baseadas em exigências de maior reciprocidade, constituem evidências de um crescente sentimento protecionista. Nesse contexto, a projeção de taxas de expansão do comércio mundial com base em padrões históricos que relacionam essa variável ao crescimento das principais economias industrializadas, pode muito bem resultar num quadro excessivamente otimista.

Além dos condicionamentos que atuam sobre a política econômica dos países industrializados, uma visão prospectiva da economia internacional deve necessariamente considerar alguns problemas e desequilíbrios capazes de influenciar decisivamente a trajetória futura da economia mundial.

Esses problemas parecem concentrar-se fundamentalmente no âmbito da economia americana e dizem respeito à persistência de dois fenômenos inter-relacionados: a valorização do dólar e o *deficit* fiscal. Trata-se, em ambos os casos, de fatores com grande influência sobre a taxa de juros internacional e sobre cuja evolução é difícil conjecturar.

Existe, contudo, um certo consenso entre os analistas internacionais em prever alguma inflexão no processo de valorização do dólar para o futuro próximo. Aqueles que destacam a solidez da economia americana como o principal determinante da valorização admitem que a recuperação européia ainda em curso, caso se sustente, deverá estimular uma realocação no *portfolio* dos investidores, propiciando a valorização das moedas européias *vis-à-vis* o dólar norte-americano. O mesmo resultado, ainda que em decorrência de um processo menos auspicioso, é incorporado nas análises daqueles que alertam para a possibilidade de o crescente *deficit* comercial norte-americano provocar um súbito abalo na confiança dos aplicadores. Nesse caso a queda do dólar seria abrupta e traumática e viria acompanhada de uma elevação significativa da taxa de juros internacional. Em ambas as situações o realinhamento do dólar ocorreria de forma espontânea, sem mediação da política econômica.

Enfoques alternativos admitem a possibilidade de uma desvalorização do dólar como resultado da implementação de políticas econômicas específicas. Os *deficits* externos, bem como as perdas tanto em termos de produto como de emprego, tenderiam a pressio-

nar para uma ação consciente do governo norte-americano, no sentido de alterar o atual *mix* de política monetária e fiscal, cuja persistência, no entanto, garantiria talvez indefinidamente a sobrevalorização do dólar, bem como a manutenção da taxa de juros real em patamares elevados. Diversos são os "pacotes" econômicos que poderiam levar à desvalorização da moeda norte-americana. Sem embargo, existem alguns denominadores comuns: correção dos *deficits* fiscais presentes e futuros, algum afrouxamento da política monetária e maior grau de tolerância na aceitação de taxas de inflação ascendentes. Uma ação coordenada com os países da Europa Ocidental e o Japão, tendente a relaxar a política fiscal nos primeiros e a aceitar uma valorização do iene no segundo, poderia tornar ainda mais viável a implementação desses pacotes. Embora exista bastante ceticismo em relação a esta última perspectiva, o consenso geral antecipa algum curso de ação tendente ao realinhamento da moeda norte-americana.

As considerações precedentes constituem um marco apropriado para o exame das diversas projeções apresentadas nos Quadros 12.8 e 12.9. No que se refere às previsões relativas ao crescimento dos países industrializados que constam do Quadro 12.8, verifica-se a existência de alguns denominadores comuns. Todas as estimativas apontam para uma significativa desaceleração da economia americana em 1985, o que de resto implica a continuidade da tendência observada ao longo dos dois últimos trimestres de 1984. A elevação da taxa de juros ocorrida no primeiro semestre de 1984, com reflexos negativos sobre o investimento e a construção residencial, é tida como o principal fator determinante dessa desaceleração. Como resultado da fraca *performance* prevista para a economia americana, bem como do crescimento relativamente estável das economias japonesa e europeia, a taxa de crescimento estimada para o conjunto dos países da OECD em 1985 oscila em torno de 2,6 a 3%.

As previsões para o período 1986/87 evidenciam maiores divergências. Aquelas datadas do primeiro semestre de 1984 antecipam uma tendência recessiva tanto da economia americana como da economia mundial, com base em previsões otimistas em relação à taxa de juros. Já as projeções datadas de fins de 1984 prevêem uma recuperação da economia americana do biênio 86/87, revertendo assim a queda de 1985. Estas projeções têm sido obviamente influenciadas pelo declínio observado na taxa de juros no último trimestre de 1984. Uma visão consensual em relação ao crescimento dos países da OECD, datada de inícios de 1985, apontaria provavelmente para uma taxa média não superior a 3% para o triênio 1985/87.

As projeções apresentadas no Quadro 12.9 foram, na sua maioria, realizadas ao longo do primeiro semestre de 1984. A evolução do co-

Quadro 12.8

PROJEÇÕES DO CRESCIMENTO DOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS:

1984-1990

(PNB ou PIB em %)

País/Bloco	Fonte	Data	Previsão				
			1984	1985	1986	1987	1988/90
OECD	European Communities Com.*	Maior/84	4,4	2,6	—	—	—
	Bank of Tokyo Ltd.	Junho/84	4,1	2,4	0,3	1,0	2,9
	Citibank*	Junho/84	4,7	3,3	1,0	2,4	3,0
	Bankers Trust Co.	Julho/84	4,3	3,1	3,3	3,5	3,5
	Morgan Guaranty Trust Co.	Julho/84	4,0	2,8	2,3	2,3	2,3
	OECD (Economic Outlook)	Dezembro/84	4,75	2,0	2,75**	—	—
OECD (EUROPA)	OECD (Economic Outlook)	Dezembro/84	2,25	2,5	2,25**	—	—
USA	European Communities Com.*	Maior/84	5,9	2,6	—	—	—
	Bank of Tokyo Ltd.	Junho/84	6,0	3,0	0,0	1,0	3,5
	OECD (Economic Outlook)	Dezembro/84	6,75	3,0	3,0**	—	—
	DRI	Dezembro/84	6,7	2,1	3,1	3,9	—
JAPÃO	DRI	Março/84	4,4	3,1	3,5	—	—
	European Communities Com.*	Maior/84	4,7	3,6	—	—	—
	Bank of Tokyo Ltd.	Junho/84	4,5	4,0	2,5	3,0	4,5
	OECD (Economic Outlook)	Dezembro/84	5,75	5,0	4,5	—	—
ALEMANHA OC.	DRI	Março/84	2,6	2,2	1,9	—	—
	Bank of Tokyo Ltd.	Junho/84	2,8	2,5	1,5	2,5	2,8
	OECD (Economic Outlook)	Dezembro/84	2,5	2,75	2,75**	—	—

*PIB.

** 1.º semestre de 1986.

Quadro 12.9

PROJEÇÕES PARA ALGUMAS VARIÁVEIS MACROECONÔMICAS:

1984-1990

Variável	Fonte	Data	Previsão				
			1984	1985	1986	1987	1988/90
<i>Comércio Mundial (%)</i>	Bank of Tokyo Ltd.	Junho/84	5,9	3,3	0,5	1,4	3,9
	Bankers Trust Co.	Julho/84	5,3	4,2	4,3	4,6	4,5
	Bank of Montreal	Junho/84	6,0	3,2	3,4	3,6	3,6
	Citibank	Junho/84	5,8	4,0	1,2	3,0	3,7
	Union Bank of Switzerland	Junho/84	6,0	5,0	3,5	5,0	3,5
	European Communities Com.	Maior/84	6,7	4,1	—	—	—
	DRI	Março/84	4,9	4,7	4,8	—	—
<i>LIBOR (6 meses)</i>	Bank of Tokyo Ltd.	Junho/84	12,0	11,0	9,0	8,0	8,0
	Bankers Trust Co.	Julho/84	11,8	11,5	11,0	11,0	11,0
	Bank of Montreal	Junho/84	11,7	10,0	8,8	7,8	7,5
	Citibank	Junho/84	11,3	13,9	11,4	8,5	10,0
	Union Bank of Switzerland	Junho/84	11,5	10,5	8,0	9,0	8,5
	Morgan Guaranty Trust		12,0	12,0	9,0	9,0	9,0
	DRI	Julho/84	11,2	12,0	10,6	—	—
<i>Petróleo (US\$,/bbl)</i>	Bank of Tokyo Ltd.	Junho/84	28,6	28,6	29,2	28,8	—
	Bankers Trust Co.	Julho/84	29,0	29,0	29,0	31,0	—
	Bank of Montreal	Junho/84	28,7	28,7	29,9	31,3	—
	Union Bank of Switzerland	Junho/84	28,5	29,0	29,0	29,0	—
	DRI	Março/84	29,4	30,4	32,3	—	—
	Citibank	Junho/84	29,2	29,5	29,5	30,5	—
<i>Inflação (OECD)</i>	OECD (Economic Outlook)	Dezembro/84	5,0	4,75	4,5*	—	—

* 1.º semestre de 1986.

mércio mundial acompanhava as previsões de crescimento mundial efetuadas na mesma data, com base em elasticidades variáveis em torno de 1 a 1,5. Uma visão mais atualizada dessa previsão apontaria, provavelmente, para uma taxa média de expansão do comércio mundial da ordem de 4,0 – 4,5% no próximo triênio.

As projeções do preço do petróleo, bem como do curso da inflação mundial, são generalizadamente otimistas. Uma inflação inferior a 5% e preços reais estáveis do petróleo são previstos por quase mundial da ordem de 4,0 a 4,5% no próximo triênio.

A previsão mais “volátil” é, sem dúvida, aquela que diz respeito à taxa de juros. A incerteza que prevalece em relação à forma em que se processará o esperado realinhamento do dólar, bem como às medidas a serem adotadas visando ao equacionamento do *deficit* fiscal americano, tem transformado o exercício de previsão numa simples conjectura. De qualquer forma, a expectativa parece ser de uma modesta redução em 1985, seguida de elevação no biênio seguinte. Em resumo, este conjunto de estimativas traduz um quadro geral moderadamente otimista, particularmente ao se tomar como referência as expectativas prevalecentes durante o primeiro triênio da atual década.