

UMA NOTA SOBRE O "PROBLEMA" RECENTE DO BALANÇO DE PAGAMENTOS*Pedro Sampaio Malan

Dez 1974

1. Os dados aparentes do problema são razoavelmente conhecidos: mesmo com as medidas recentes de contenção de importações governamentais, o déficit do balanço de pagamentos em transações correntes deverá superar os 7 bilhões de dólares (cerca de 9% do PIB previsto pelo PND II), sendo que a balança comercial deverá acusar um saldo negativo de cerca de 5 bilhões. Os ingressos líquidos via conta de capital, mesmo após a redução do prazo de amortização de 10 para 5 anos, não deverão ser suficientes para financiar um déficit de tal magnitude em conta corrente, devendo ocorrer uma perda líquida de reservas internacionais, em 1974, superior a 1 bilhão de dólares. Face a uma dívida externa que deve superar os 18 bilhões de dólares em 31.12.1974, os números acima caracterizam uma substancial elevação no coeficiente dívida líquida/exportações. Em 1975, pelo menos 30% das receitas de exportação deverão estar comprometidas com o serviço da dívida.

2. Contudo, talvez o aspecto mais surpreendente do balanço de pagamentos em 1974 tenha sido a evolução das importações, que, em dólares correntes, acusaram um crescimento de cerca de 119% entre agosto de 1973 e agosto de 1974. A tentativa de atribuir este fenômeno aos efeitos diretos e indiretos da substancial elevação dos preços internacionais do petróleo cru e de algumas matérias primas (como metais) deve ser encarada com cuidado. Cálculos realizados pelo INPES (Hugo Barros de Castro Faria e Carlos Von Doellinger) mostram que se os preços responderam por cerca de 69% deste aumento, o quantum das importações é responsável por cerca de 30% do mesmo. Excluído o petróleo, os índices de quantum acusam um crescimento superior ao crescimento dos índices de preços para o período. A contribuição das importações de petróleo para a taxa de crescimento das importações globais no período é de cerca

* Esta nota tem um caráter preliminar e se destina apenas à discussão interna. O autor agradece os comentários e críticas de Marcelo Abreu, Regis Bonelli, José Eduardo de Carvalho e Maria Helena Horta. Se todas as suas sugestões tivessem sido incorporadas, esta nota estaria consideravelmente melhorada.

de um terço, seguida de perto pela contribuição de metais, produtos químicos e bens de capital. Em resumo, o petróleo e a elevação de alguns outros preços externos não parece que possam ser identificados tão simplisticamente como os responsáveis pela "atipicidade" do balanço de pagamentos em 1974.

3. Na verdade, elementos endógenos operando no sentido de acelerar o crescimento das importações mereceram escassa atenção, devido à ênfase excessiva em perturbações exógenas. Aqui, mais importante que qualquer efeito de uma alta elasticidade-renda da demanda por importações, associado ao fato de que a economia manteve ainda em 1974 uma elevada taxa de crescimento, parece ter sido o efeito combinado das políticas cambial e tarifária, especialmente da primeira, ambas voltadas para o objetivo de maximizar a taxa de crescimento do produto a curto prazo, com amplo recurso ao endividamento externo. Deste ponto de vista, talvez as distorções introduzidas em 1973 o tenham tornado um ano tão ou mais "atípico" que 1974. Isto foi particularmente verdade quanto à inflação (cujos índices se tentou conter artificialmente em 1973) e quanto à taxa de câmbio, que se tornou progressivamente sobrevalorizada ao longo daquele ano, conforme veremos a seguir.

4. Em 31.12.1973 a taxa de compra para o dólar americana no era de 6,18 cruzeiros, exatamente a mesma que prevalecia em 31.12.1972. Como é sabido, em fevereiro de 1973 o cruzeiro não acompanhou a desvalorização do dólar face às principais moedas europeias e o ien, valorizando-se em 3% em relação à moeda americana. As quatro mini-desvalorizações subseqüentes apenas compensaram este efeito em 1973 (Ver quadro). O que interessa assinalar aqui é que segundo a teoria que preside implicitamente a política de mini-desvalorizações cambiais (preservação da paridade do poder de compra do cruzeiro), o cruzeiro se tornou progressivamente sobrevalorizado em relação ao dólar em 1973: enquanto os preços externos (ou, mais exatamente, uma média ponderada das taxas de inflação externas) cresceram a uma taxa de apenas cerca de 8%, os preços domésticos cresceram a taxas de 15,5% (oficialmente) ou cerca de 25% (extra oficialmente). Admitindo que a paridade estivesse "correta" em 1972, teoricamente, o cruzeiro deveria ter sido desvalorizado em, no mínimo 7,5% em 1973. Vale a pena indagar — ou especular, por que não se tomou tal medida.

5. A primeira vista, haveriam razões para aceitar a progressiva valorização do cruzeiro em relação ao dólar americano: a decisão de fevereiro pode ser interpretada como uma tentativa de manter a competitividade das exportações brasileiras para a área da Comunidade Econômica Européia, já à época mercado mais importante para o Brasil que o mercado americano. Outra explicação seria baseada apenas nos presumíveis impactos inflacionários das mini-desvalorizações, quando se estava procurando atingir uma meta de 12% para o crescimento dos preços de 1973. Sem negar que estas fossem razões aceitáveis, o ponto central da análise, em nosso entender, deve ser o papel que o cruzeiro sobrevalorizado desempenhou em termos de barateamento relativo dos preços domésticos das importações (daquelas necessárias para o objetivo prioritário de maximização da taxa de crescimento do produto a curto prazo) como também do controle do custo do serviço da dívida externa em moeda doméstica, no quadro de um processo de acelerado endividamento com recursos do exterior.

6. O arranjo funcionou a contento enquanto foi possível manter a ficção da inflação sob controle, utilizar os incentivos fiscais como forma de elevar a rentabilidade implícita nas vendas ao exterior (de fato, uma alternativa à desvalorização), e utilizar as importações como mecanismo de ajuste entre demanda e oferta em condições de um elevado nível de dispêndio que excedia a capacidade doméstica de produção em muitas linhas. O reconhecimento oficial da aceleração da taxa de inflação nos primeiros meses de 1974, evidenciou de forma flagrante a extensão em que o cruzeiro estava sobrevalorizado em relação às principais moedas externas. A perspectiva de mudança de governo — e de política econômica — em março se refletiu na aceleração das compras ao exterior, seja para a cumulação de estoques, seja para fins especulativos, na antecipação de uma desvalorização do cruzeiro ou da imposição de restrições às importações. Como é sabido, o déficit na balança comercial chegou a superar a marca de um bilhão de dólares entre janeiro e março de 1974.

7. Assim é, que a condução da política cambial pelo Governo instalado em 15.03.1974 aparentemente merece alguns reparos. O último reajuste da taxa de câmbio (o segundo de 1974) havia sido

VARIAÇÕES NA TAXA DE CÂMBIO - COTAÇÃO DO DOLAR AMERICANO

	<u>Data</u>	<u>Taxa de Compra</u>	<u>Variação</u>	<u>Variação Acumulada no Ano</u>
			Selling	
1972	28.01	5,75	2,68%	2,68%
	16.03	5,81	1,04	3,75
	8.05	5,88	1,01	5,00
	14.07	5,93	0,85	5,89
	5.09	5,99	1,01	6,96
	17.10	6,06	1,17	8,21
	22.11	6,13	1,16	9,46
	15.12	6,18 (6,215)	0,82	10,36
1973	14.02	5,995	- 3,0	- 3,0
	24.04	6,06	1,1	- 1,95
	9.07	6,09	0,5	- 1,46
	20.09	6,12	0,5	- 0,9
	14.12	6,18 (6,220)	1,0	0,0
1974	31.01	6,30	1,94	1,94
	20.02	6,415	1,83	3,80
	16.04	6,515	1,56	5,42
	5.06	6,640	1,92	7,44
	25.06	6,775	2,03	9,63
	9.07	6,845	1,01	10,76
	15.08	6,98	1,97	12,94
	18.09	7,09	1,58	14,72
	28.10	7,18	1,27	16,18
	19.11	7,285	1,01	17,88
	20.12	7,395	1,51	19,66

FONTE: Boletins do Banco Central, Conjuntura Econômica, vários números.

NOTA : As taxas domésticas de inflação em 1972, 73 e 74 foram, respectivamente, 15,9%, 15,5% (oficial, reconhecidamente subestimada) e 33% (estimativa). As taxas "externas" de inflação (isto é, taxas dos dos principais países que comerciam com o Brasil, ponderadas por suas participações no comércio mundial) foram respectivamente 4,8%, 8% e 12,6% (esta última estimativa da OECD, na qual as ponderações são os produtos internos brutos respectivos). Agradecemos a Carlos Von Doellinger pelas informações acima.

1975	28.1	7,51		
	20.2.	7,58	0,09	2,5

em 20.02, quando a taxa de compra se elevou para 6,415 Cr\$/U\$ (1,83% sobre a taxa anterior estabelecida em 31.01.74). Esta taxa de 6,415 prevaleceu por quase dois meses (até 16.04), sendo apenas alterada um mês depois de empossados os novos ministros, e apenas por 1,56%. Desta forma, até 15.04. ou seja nos primeiros três meses e meio de 1974, enquanto a taxa doméstica de inflação chegava a 14%, o cruzeiro havia sido desvalorizado em menos de 4%, (Ver quadro). As desvalorizações posteriores, em número de sete desde então, não foram de molde a corrigir esta distorção (Ver quadro).

8. Em nossa interpretação, o efeito combinado da sobrevalorização do cruzeiro em 1973 com a demora em reajustar a taxa por parte do Governo empossado em março de 1974, levou à intensificação das expectativas de desvalorização e a conseqüente aceleração das importações (tanto governamentais quanto privadas). Entretanto, esta observação acerca da importância do efeito-expectativa, não significa de maneira alguma que, em nosso entender, uma substancial desvalorização do cruzeiro no início do ano teria desempenhado um papel importante no sentido da contenção do déficit em conta corrente, enquanto medida isolada. Havia à época, assim como ainda há agora, razões para não desvalorizar substancialmente o cruzeiro. Estas razões contudo, como veremos a seguir, não indicam que a melhor atitude é a de espera passiva por eventos exógenos compensatórios.

9. Águas passadas não movem moinhos, e não cabe agora especular sobre o quanto se poderia ter reduzido o déficit na balança comercial se desvalorizações mais substanciais do cruzeiro tivessem tido lugar em 1973 ou pelo menos a partir de março de 1974 (havia outras razões — principalmente ligadas a política de endividamento externo — operando no sentido da manutenção de uma taxa sobrevalorizada para o cruzeiro como veremos adiante) o que parece certo é que as expectativas empresariais quanto a desvalorizações se foram avolumando à medida que o Governo permanecia inativo face a uma taxa marcada e reconhecidamente sobrevalorizada. Uma ação mais pronta nesta área (que poderia ter sido a imposição de controles seletivos sobre importações) teria certamente o efeito de desestimular compras especulativas ou excessiva acumulação de estoques. Mas a questão relevante é o que fazer agora, meados de dezembro de 1974. Sabe-se que o cruzeiro está sobrevalorizado em relação ao dólar em cerca de 10-15% pelo me

nos. A espíritos mais práticos e radicalmente operativos poderia parecer adequado simplesmente desvalorizar nesta proporção. Entretanto, esta não é a melhor solução e por várias razões, que são de verão ficar claras depois de alguns comentários sobre a balança comercial, a conta de capital e o papel do déficit do balanço de pagamentos para a contração da liquidez real na economia.

10. Pensando inicialmente apenas em termos de balança comercial, há razões fortes para um certo pessimismo em relação às elasticidades-preço da oferta por exportações e da demanda por importações. Estudos preliminares realizados pelo INPES sugerem que dada a composição da pauta de importação por exemplo, na qual predominam bens intermediários e bens de capital, a inelasticidade-preço da demanda poderia ter o efeito de — ceteris paribus — eleva o dispêndio em bens importados quando da elevação de seus preços em cruzeiros via desvalorização. Obviamente esta observação depende' do "timing" da desvalorização em termos da situação da economia, da magnitude do déficit do balanço de pagamentos, da intensidade do efeito-renda e da extensão com que se acumularam estoques de bens importados à época de progressiva sobrevalorização do cruzeiro. Estes elementos podem compensar a tendência à elevação do dispêndio' em cruzeiros em bens e serviços importados.

11. Quanto às exportações, o fato de que o Brasil não é um produtor marginal em vários produtos primários, podendo afetar' seus preços externos, via quantidade ofertada no mercado internacional, sugere uma certa cautela com relação à desvalorização, dado que os termos de troca podem ser afetados negativamente para o país. Esta observação adquire maior força quando é exatamente sobre alguns produtos primários (açúcar, soja, milho, café) que reside a grande esperança de recuperação das exportações brasileiras em 1975. As exportações de manufaturados embora contando com uma ampla gama de incentivos e com as mini-correções da taxa de câmbio de verão encontrar alguma dificuldade para manter as mesmas taxas de crescimento do período recente, dadas as perspectivas para a economia mundial em 1975. As observações deste parágrafo e do anterior contudo, embora não suportem a defesa de uma súbita e dramática desvalorização do cruzeiro, sugerem que se deve caminhar progressivamente para corrigir a sobrevalorização via mini-desvalorizações um

pouco mais intensas e um pouco mais frequentes, (a não ser que se espere que as taxas externas de inflação crescerão de forma a reduzir o diferencial entre estas e a taxa doméstica). As razões pe las quais isto não foi feito no passado recente provavelmente de vem ser buscadas na conta de capital.

12. A política de endividamento externo seguida pelo Bra sil nos últimos anos teve lugar com tal intensidade que provavel - mente impôs sérias limitações ao uso da taxa de câmbio como instru - mento de política voltado para a correção de desequilíbrios no ba - lanço de pagamentos, geralmente expressos pela perda de reservas in - ternacionais a uma taxa considerada indesejável. A razão para tal está associada à dívida externa em dólares assumida por empresas e instituições financeiras operando no Brasil sem provisão adequada para os riscos cambiais envolvidos na operação. Qualquer desvalo - rização significativa do cruzeiro teria o efeito de a) elevar as taxas nominais de juros para empréstimos contratados externamente, e eventualmente, à medida que reduzisse o diferencial entre as ta - xas internas e externa, desacelerar o ingresso líquido de capitais de empréstimo (esta desaceleração obviamente, pode ocorrer por vá - rias outras razões, sejam ligadas à economia nacional sejam à in - ternacional), b) elevar o custo em cruzeiros do serviço da dívida assumida em moeda externa. Esta é, provavelmente, dada a magnitu - de da dívida atual, os reconhecidamente altos níveis de endivida - mento de tomadores domésticos e as perspectivas de redução da taxa de crescimento em 1975, a principal limitação à utilização da taxa de câmbio como instrumento de política econômica hoje no Brasil.

13. As observações anteriores, ao distinguir os efeitos potenciais que variações na taxa de câmbio têm sobre a balança em transações correntes e a conta de capital, sugerem que talvez se deva dar alguma consideração à idéia da adoção de duas taxas ofi - ciais de câmbio com dois critérios distintos de reajuste para a taxa de câmbio; para a primeira (uma taxa de câmbio para transações em bens e serviços) o critério de reajuste seria do tipo atual, ba - seado no conceito de preservação da paridade do poder de compra do cruzeiro; para a segunda (uma taxa de câmbio para transações finan - ceiras) o critério de reajuste seria baseado no diferencial entre as taxas de juros doméstica e externa embora não se deva pensar em

nenhuma fórmula simplista. A grande vantagem desta distinção se ria aumentar os graus de liberdade das Autoridades Monetárias quan to a política de ajuste no balanço de pagamentos, distinguindo os problemas da conta de capital daqueles da balança comercial, hoje interligados de forma a dificultar a utilização da taxa cambial co mo instrumento de política voltado para a correção de desequilí - brios no balanço de pagamentos, expressos, em última análise, em perdas não desejadas de reservas internacionais, mas cujas causas' podem estar na conta de transações correntes e/ou na conta de capí tal.

14. Impossibilitadas de utilizar a desvalorização do cru zeiro pelas razões vistas acima, as Autoridades Monetárias tem três alternativas (não mutuamente exclusivas) em termos de políticas de correção do déficit do balanço de pagamentos'. A primeira é uma a titude de espera passiva por a) recuperação das exportações em 1975 (devido às perspectivas de preços externos favoráveis para produ - tos como açúcar, soja, milho, café, etc.), b) diminuição das impor tações (devido à desaceleração da economia, aos elevados estoques' já acumulados, etc.) e c) maior ingresso bruto de recursos sob a forma de investimento direto e/ou de capitais de empréstimo (petro - dólares reciclados) dadas as perspectivas ainda favoráveis da eco - nomia brasileira em relação à estagnação das economias avançadas' prevista para 1975*. A segunda alternativa é de controlar as im portações via restrições diretas e/ou indiretas, uma política obvia mente de curtíssimo prazo sob pena de afetar negativamente os pro gramas de dispêndio público e privado que como é sabido têm um al to componente importado (direto e indireto). A terceira alternati va seria, supondo que o déficit no balanço de pagamentos em conta corrente expressa apenas um estado de excesso de demanda agregada' sobre a capacidade de produção doméstica, uma política monetária e fiscal contracionista voltada para a redução dos níveis de dispên - dio.

15. A tendência atual é por uma combinação das duas pri meiras alternativas acima. Ambas são políticas de curto prazo. A proclamada reorientação da estrutura da oferta no sentido de subs-

* Esta nota foi escrita antes do anúncio das descobertas de lençóis petrolíferos no litoral do norte fluminense, e do otimismo ofi cial quanto aos efeitos benéficos que tal fato teria sobre cre - dores externos — atuais e futuros. Parece cedo ainda para ava liação adequada dos fatos.

tituição de importações seria uma política de mais longo prazo, e que teria lugar via projetos isolados, dado que a substituição de importações não é uma estratégia global quando se trata de implementação. A terceira alternativa simplesmente não é viável no momento atual. Mesmo que o déficit em transações correntes esteja expressando um estado de excesso de demanda agregada, o fato é que o déficit global do balanço de pagamentos, associado ao superavit do Governo estão operando, ambos, no sentido de contrair a liquidez real do sistema. Uma política monetária e fiscal contracionista portanto, principalmente quando se espera uma redução na taxa de crescimento para 1975, poderia agravar ainda mais o problema. A seção II desta nota procura estender e explorar um pouco menos in formalmente as questões levantadas nos parágrafos anteriores.

II

16. Seguindo as linhas gerais de um modelo macroeconômico extremamente simples, utilizado anteriormente em outro contexto, (Malan e Wells, PPE, dez.1972, pp.441-459) é possível ilustrar alguns dos pontos da discussão acima. Seja uma hipotética economia fechada e sem Governo, constituída por "capitalistas" e "trabalhadores". Estes últimos dispõem a totalidade da sua renda (a folha agregada de salários (=W) na aquisição de bens de consumo mais simples (consumo de "wage goods" = C_w). O dispêndio capitalista é a soma dos seus gastos em consumo (C_k) e em bens de capital (I). Se P são os lucros brutos, a renda é dada por $Y=W+P$ e pela ótica do dispêndio, $Y=C_w+C_k+I$. Como $C_w=W$ por hipótese, é óbvio que $C_k+I=P$, isto é a realização dos lucros dos capitalistas depende de níveis apropriados de dispêndio "capitalista" em consumo e/ou investimento, dado que são C_k e I — e não P — as variáveis sobre as quais os "capitalistas" decidem.

Quanto não? ou renda dos capitalistas

17. Ora, em uma economia capitalista não há qualquer garantia de que os níveis de consumo e investimento dos "capitalistas" serão de molde a permitir a realização dos lucros. Na verdade, é possível que — ex-ante — $C_k+I < P$, exigindo a efetivação de ajustamentos na economia. A presença do Governo e do setor externo constituem as formas "clássicas" de "solucionar" problemas de realização. Um déficit do Governo significa que este está dirigin

do fluxos nominais de renda ao setor privado a uma taxa superior à que recolhe via tributação, ampliando as possibilidades de realização dos lucros por parte dos capitalistas. Da mesma forma um superavit na balança comercial significa que os capitalistas do país superavitário estão recebendo mais do exterior do que estão dispendendo na compra de bens importados, também ampliando suas possibilidades de realização dos lucros, que obviamente só têm lugar através da venda, nos mercados interno e/ou externo, dos bens produzidos.

18. O esquema acima é obviamente simplista, a excessivamente centrado no lado real da questão, às expensas do lado financeiro, conforme veremos a seguir. O propósito dos 2 últimos parágrafos é tão somente o de enfatizar um dado fundamental na conjuntura econômica de 1974: a ocorrência simultânea de um superavit do governo e um déficit no balanço de pagamentos, ambos operando na mesma direção. Entretanto, o problema em 1974 não parece ter sido a dificuldade na realização dos lucros, dados os elevados níveis de dispêndio "capitalista" em consumo e investimento (C_k e I). A questão se coloca mais do lado dos efeitos contracionistas do superavit governamental e do déficit (global) do balanço de pagamentos sobre a liquidez real do sistema, exemplificados pelas queixas do setor privado quanto à "escassez de crédito" e pelas aparentes dificuldades das autoridades monetárias em expandir os meios de pagamento em 35% em 1974, conforme o orçamento monetário estabelecido no início do ano.

19. Em termos de um modelo Keynesiano simples, extensão natural do anterior, a soma das "injeções" de recursos na economia (investimento (I), dispêndio governamental (G) e exportações (X)) deve, em equilíbrio, igualar a soma da absorção de recursos (poupança (S), tributação (T) e importações (M)). Rearranjando termos, $I-S=(T-G)+(M-X)$. Dado que $T-G>0$ e $M-X>0$ há um excesso ex-ante de dispêndio planejado em investimento sobre a "poupança doméstica". As autoridades podem operar sobre $(T-G)$ reduzindo impostos ou dilatando prazos de recolhimento, i.e. reduzindo T ; ou aumentando o dispêndio governamental — de preferência consumo do governo, item despesas com pessoal — a exemplo dos abonos recentemente concedidos. É possível operar sobre $M-X$, reduzindo M e aumentando X (a

desvalorização sendo apenas uma forma de se tentar esta operação, com implicações já discutidas acima). O que nos interessa assinalar aqui é que algo precisa ser feito (a não ser que o otimismo quanto ao caráter conjuntural do desequilíbrio e quanto as perspectivas de curto e médio prazo justifiquem uma política de espera passiva por ajustes compensatórios). Sob pena do excesso do dispêndio planejado em investimento sobre os recursos disponíveis levar à exacerbação das pressões inflacionárias.

20. Dadas as magnitudes relativas do superavit do Governo (Cr\$ 5,3 bilhões até setembro) e do déficit global do balanço de pagamentos (estimado em mais de U\$ 1 bilhão para 1974), as contribuições de ambos para a contração da liquidez da economia são significativas. No quadro do balanço consolidado das autoridades monetárias, pelo lado das operações ativas, quando as operações com o Tesouro e com o exterior estão operando no sentido contracionista, são os empréstimos do Banco do Brasil ao setor privado (como uma das três contas mais importantes na explicação de variações no saldo de papel moeda em circulação) que aumentam substancialmente. A tendência para elevação da participação do Banco Comercial oficial no total dos depósitos e créditos concedidos pelo sistema bancário, encontra resistências crescentes por parte de um setor privado já suficientemente inquieto com o peso das instituições do setor público e de seu potencial de intervenção na economia (os empréstimos do Banco do Brasil se expandiram em 41,5% até setembro, contra 28,6% de expansão dos Bancos Comerciais).

21. Na verdade, a questão mais delicada está colocada do lado do balanço de pagamentos e, em nosso entender não se resume apenas a um problema conjuntural de desequilíbrio de curto prazo na balança comercial devido a um eventual excesso de demanda agregada. Utilizando a terminologia da literatura sobre o tema de ajustamento no balanço de pagamentos, não se trata de seguir apenas uma política de "expenditure-reduction" — assumindo implicitamente que o déficit (M-X) se deve a um excesso de dispêndio (E) sobre o produto doméstico (Y) como no chamado "absorption approach", derivado da teoria Keynesiana. Queremos sugerir que talvez muito mais importante no momento atual é uma política de "expenditure-switching" que desloque as demanda externa e interna para os bens e serviços

produzidos domesticamente. Para tal é preciso alterar preços relativos (entre outras coisas) mas — este é o ponto importante — visando não apenas substituição em consumo, mas uma realocação de recursos que leve à substituição na produção. Afinal, é só nestes termos que há sentido em falar em "substituição de importações". Os parágrafos seguintes procuram elaborar este ponto.

22. Os preços relativos que necessitam ser realinhados para que a realocação de recursos tenha lugar são os de "tradables" i.e bens que participam (ainda que potencialmente) do comércio internacional e "non-tradables" i.e bens que por razões "naturais" (custos proibitivos de transportes, etc.) ou de política (barreiras tarifárias excessivas, etc.) não participam daquele comércio. Obviamente, na categoria "tradables" incluem-se as exportações, as importações, as atividades domésticas competitivas com as importações e os bens potencialmente exportáveis. Agregá-los em uma categoria Hicksiana de bem composto, ao qual se associa um preço (P_T) é um procedimento arriscado na medida em que se assume — à la Hicks — que os preços relativos dentro da categoria "tradables" permanecem inalterados. A hipótese é bastante restritiva, mas queremos aqui apenas ilustrar um ponto extremamente importante, através de um diagrama extremamente simples.

23. Suponhamos que a economia seja constituída por dois setores; "tradables" (T) e "non-tradables" (H). Sejam P_T e P_H os níveis de preços respectivos. A fronteira de possibilidades de produção está dada pelo nível de tecnologia e acumulação prévia de capital e representada pela curva côncava em relação à origem ($O'O'$). Dados os preços relativos iniciais, a reta l , cuja inclinação é dada por P_H/P_T determina, na fronteira de possibilidades de produção, o ponto B. Entretanto, dado que, aparentemente, os tradables são relativamente mais baratos, embora a produção tenha lugar em B (BG para tradables e OG para "non-tradables"), o consumo está representado pelo ponto C (ao longo da linha l). Isto caracteriza um déficit na balança comercial (CF) e capacidade ociosa (JG) nas atividades domésticas produtoras de non-tradables, refletindo o fato de que os "tradables" estão relativamente mais baratos.

24. Suponhamos agora que o Governo, preocupado com a margem de capacidade ociosa no setor de "non tradables" (JG), tenha optado por uma política expansionista, (monetária e/ou fiscal) elevando o nível de dispêndio — ao longo da reta renda-consumo RC_1 , — até o ponto D, no qual se elimina a capacidade ociosa no setor de "non-tradables" (D fica acima de B na mesma vertical). Entretanto, o déficit da balança comercial (a diferença entre a demanda por tradables (DG) e sua oferta doméstica (BG) se eleva de CF para DB. É importante observar que este déficit reflete uma combinação de elevados níveis de dispêndio doméstico (seja em consumo ou seja em investimento) com uma taxa de câmbio sobrevalorizada. A solução "ótima" do ponto de vista de teoria convencional (ponto A do gráfico no qual produção e consumo estão equilibrados a um nível mais elevado de produção doméstica de "tradables" (AK), requereria não apenas uma redução de dispêndio doméstico de D para C ao longo da reta RC_1 , mas (para eliminar o déficit CF) uma desvalorização da taxa de câmbio que elevando P_T em relação a P_H , deslocasse a reta 1 para a posição da reta 2, permitindo a substituição não só em consumo, mas também a realocação de fatores para deslocar o "product mix" de B para A.
25. É exatamente esta alteração nos preços relativos (para a qual, diga-se de passagem, a desvalorização não constitui a única medida de política) que permite o "expenditure-switching" a que nos referimos anteriormente, no marco do qual apenas há sentido falar em "substituição de importações". Entretanto cabe notar que o novo nível de produção de "tradables" (AK ou OL) é constituído por um determinado "mix" de produtos exportáveis e de atividades competitivas com importações, sobre o qual o gráfico não tem nada a dizer. Esta observação é importante porque há sérias razões para acreditar que uma elevação dos preços domésticos de "tradables" afeta de forma distinta as exportações potenciais e as atividades competitivas com importações — embora estimule a ambas. No caso das atividades domésticas competitivas, a questão depende, fundamentalmente, da participação dos insumos importados nos custos variáveis de produção e — em última análise — no componente direto e indireto de importações por unidade de investimento.

26. Voltando à situação da economia brasileira em 1974, se o gráfico acima pode ser utilizado como instrumento heurístico, diríamos que um ponto como D representaria a situação em meados de 1974. O déficit é considerado excessivo porque não pôde ser financiado por ingressos líquidos via conta de capital, levando à perda indesejada de reservas internacionais. O "excesso" de dispendio (público e privado, em consumo e em investimento) associado ao ponto D, provavelmente leva à exacerbação das pressões inflacionárias pelo lado da demanda. As sugestões da teoria pura — na verdade insistentemente propostas pelo FMI em outras eras — são as sugeridas pelo gráfico: uma política monetária e fiscal contracionista, destinada a reduzir o nível de dispêndio doméstico de D a C e uma desvalorização (elevação de P_T vis-a-vis P_H) destinada a deslocar não só consumo, como realocar fatores para a produção doméstica de "tradables", reduzindo a pressão sobre o balanço de pagamentos e eliminando o excesso de demanda pelo recurso escasso: divisas.

27. Embora por diferentes razões, as sugestões da teoria pura, hoje como no passado, não podem ser aceitas sem qualificações. A "maximização" da taxa de crescimento do produto a curto prazo — permanecendo como o objetivo principal de política econômica — coloca sérias restrições à utilização de uma política contracionista que, de mais a mais, estaria interpretando de forma simplista a inflação como derivando essencialmente de um excesso de demanda agregada. Adicionalmente, como já notado, tanto o déficit do balanço de pagamentos, quanto o superavit do Governo (não expresso no gráfico) já estão, pelo lado de suas implicações monetárias, desempenhando um papel contracionista (contrarrestado pela expansão dos empréstimos do Banco do Brasil ao setor privado). Quanto à desvalorização, como já notamos, se bem que esta possa atenuar o déficit do balanço de pagamentos medido em moeda estrangeira, pode deteriorá-lo em termos de moeda doméstica, dada a inelasticidade-preço da demanda por importações e o elevado conteúdo de importações por unidade de investimento. Talvez mais grave, a elevação do preço dos non-tradables (P_H) associada à inflação doméstica, pode erodir rapidamente o efeito impacto de alterações de preços relativos (redução de P_H/P_T) associado à desvalorização. Este ponto é fundamental porquanto pode significar que os sinais de mercado, expressos pelos novos preços relativos não permaneçam

intensos por tempo suficiente para que, afetando as expectativas em presariais possam permitir a realocação de recursos na direção da produção doméstica de "tradables", sejam produtos exportáveis, sejam produtos competitivos com importações.

28. Em resumo, apesar da sobrevalorização do cruzeiro vis-a-vis as principais moedas externas (que tornou os "tradables" relativamente mais baratos) e do estado de "super-excitação da procura" (conforme expressão do Ministro da Fazenda) que caracterizaram os dois últimos anos, parecem existir razões — ou dúvidas — suficientemente fortes para recusar a aplicação das receitas tradicionais: desvalorização súbita com contenção da demanda agregada (via política monetária e fiscal). Entretanto se a receita é discutível, o diagnóstico da situação o é bem menos e requer alguma atitude por parte das autoridades encarregadas da condução da política econômica.

29. Aqui, é fundamental distinguir entre o curto e o médio/longo prazos. Nossa interpretação é de que as autoridades monetárias face às possíveis repercussões adversas da adoção das medidas convencionais, têm estado excessivamente preocupadas com o curto prazo e excessivamente à espera de soluções "exógenas" do (tipo descobertas de petróleo em território nacional, súbito interesse dos capitais árabes de risco e empréstimo pela economia brasileira, elevações de preços externos de produtos primários de exportação brasileira, etc.). Esta atitude não seria tão criticável, não fora o relativo descaso para com certas implicações de mais longo prazo. Em particular, a atitude atual parece ter deixado ao largo as preocupações com "a readaptação da estrutura da oferta e demanda que se torna indicado realizar..." conforme timidamente se expressou o PND II. Esta readaptação requer alterações de preços relativos na linha do exposto acima, além de um controle seletivo de importações e crédito destinados, não a resolver um problema visto como meramente conjuntural, mas associados à redefinição prévia por parte do Governo de suas prioridades econômicas e sociais. Embora não se possa negar que ao menos ao nível da retórica isto esteja sendo feito, não é menos verdade que o pragmatismo atual tende a se caracterizar progressivamente como legítimo sucessor daquele que prevaleceu no período anterior. Se é verdade que, conforme sugerimos, parte dos problemas enfrentados hoje é derivada daquela condução excessivamente pragmatista de política, esta não parece ser a melhor alternativa.

Resumo e Observações Finais

Esta nota apresenta uma interpretação para o desequilíbrio no balanço de pagamentos em 1974 que difere das usuais no sentido que enfatiza, não as perturbações exógenas (tipo crise do petróleo) às quais tanta importância se atribuiu, mas o papel desempenhado pela política econômica (cambial e tarifária) e pela tentativa de manter o objetivo de maximização da taxa de crescimento do produto a curto prazo.

Sugerimos que a taxa de câmbio, que se tornou progressivamente sobrevalorizada em 1973 e que as expectativas — não ratificadas — de desvalorização ou imposição de maiores controles sobre as importações após a posse do atual Governo contribuíram substancialmente para o expressivo déficit do balanço de pagamentos em conta corrente observado em 1974. Não obstante, procuramos demonstrar que havia razões suficientemente fortes para não desvalorizar significativamente o cruzeiro, associadas ao custo (para os tomadores individuais) do serviço da dívida externa em moeda doméstica e à necessidade de assegurar a continuidade do influxo líquido de recursos externos, não elevando excessivamente a taxa de juros para os empréstimos captados no exterior.

Se a interpretação é correta, explica-se o porque da não utilização da taxa de câmbio como efetivo instrumento de política para lidar com o desequilíbrio observado no balanço de pagamentos. Para evitar problemas futuros do mesmo tipo, sugerimos que se dedique maior atenção (e estudo) à possibilidade de adoção de duas taxas oficiais de câmbio, uma para transações em bens e serviços, outra para transações financeiras, com distintos critérios de reajuste. Tal adoção aumentaria os graus de liberdade quanto à política econômica nesta área, hoje restritos aos controles tarifários, à operação sobre os prazos de amortização, e à manifestações de otimismo destinadas a estimular os "animal spirits" de empresários nacionais e estrangeiros — e de seus credores externos.*

* Ver J.M.Fleming, "Dual Exchange Rates for Current and Capital Transactions: A Theoretical Examination" in Essays in International Economics, Hargard, 1971 e "Dual Exchange Markets and Other Remedies for Disruptive Capital Flows" in IMF Staff Papers vol.XXI nº 1, Março de 1974, onde há várias referências sobre o tema.

Observamos que, em 1974, tanto o déficit do balanço de pagamentos quanto o superavit do Governo operaram no sentido de contrair a liquidez real do sistema via seu efeito sobre a expansão da base monetária (em parte contrarrestado pela expansão dos empréstimos do Banco do Brasil ao setor privado). Embora seja mais fácil operar sobre o superavit do Governo, via redução ou adiamento do recolhimento de tributos ou de aumento nos gastos de consumo do Governo (a participação no investimento já sendo considerada excessiva — pelo setor privado) a questão fundamental em nosso entender está colocada do lado do balanço de pagamentos.

Apresentamos um diagrama, extremamente simples, apenas para ilustrar as questões discutidas na nota e enfatizar a necessidade de uma realocação de recursos destinada a elevar a produção doméstica de "tradables" (bens exportáveis e competitivos com importações). Esta realocação, no marco da qual apenas há sentido falar em "substituição de importações" requer o abandono da perspectiva excessivamente de curto prazo, que vê os problemas de 1974 — e do próximo ano — como de caráter preponderantemente conjuntural.

Esta nota terá conseguido seu objetivo se conseguir estimular uma discussão interna sobre os problemas levantados, na qual o horizonte temporal seja um pouco mais longo que 12 meses, marco no qual aparentemente esteve restrita até o presente.

Paulo L. Freyre
dezembro 1974