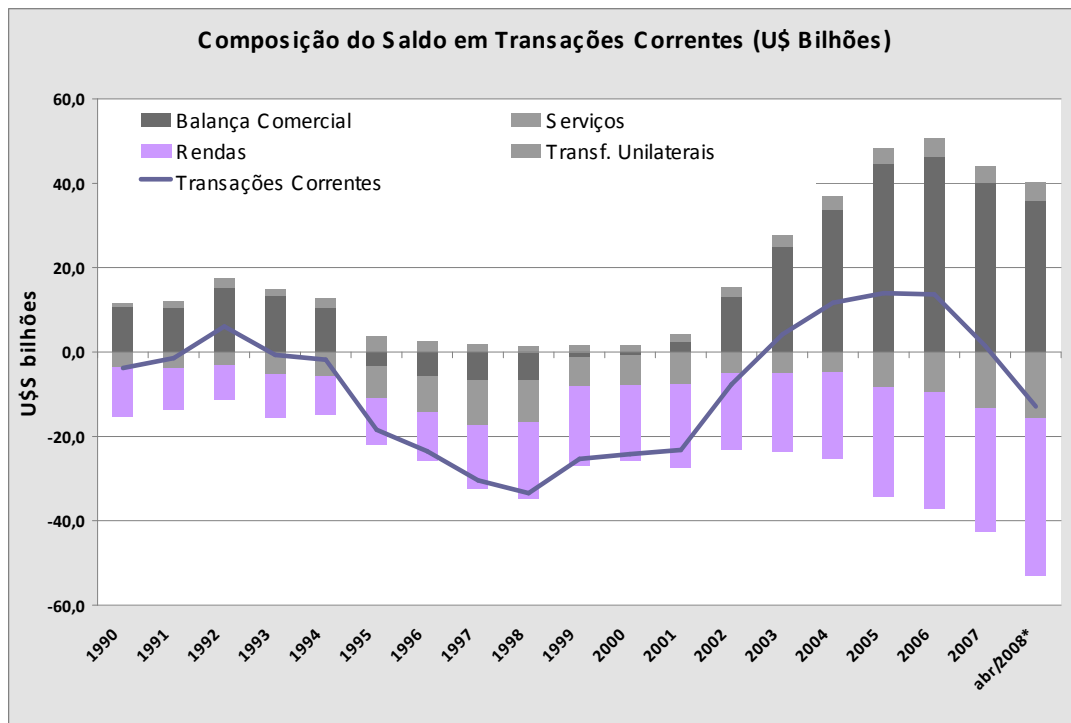


Contas Externas: Alerta Amarelo

Rubens Penha Cysne

A Figura abaixo ilustra a evolução de diferentes componentes do saldo anual em conta corrente do balanço de pagamentos do Brasil entre 1990 e abril do corrente ano (o saldo de abril é dado pelo somatório do saldo dos doze últimos meses):



Quatro importantes pontos chamam a atenção no gráfico. Primeiro, e mais importante, a acelerada reversão do sinal da conta corrente (linha cheia na cor preta), de positiva nos últimos cinco anos a negativa em 2008. Seguem-se então os três fatos que explicam tal reversão: a queda do saldo líquido da balança comercial (barra vermelha); a elevação do déficit na conta de serviços (barra verde) e a grande majoração da remessa de rendas para o exterior (barras na cor lilás). Particularmente no que diz respeito à elevação do déficit da conta de serviços, vale ressaltar a elevação das despesas com viagens internacionais, item que passou de U\$ 2,3 bilhões em 2003 a U\$ 8,2 bilhões em 2007.

A queda do saldo na conta corrente da ordem de dois pontos percentuais do PIB ocorrida nos últimos anos é preocupante porque não se fez acompanhar do mesmo montante da elevação dos investimentos. O total de investimentos no Brasil, como mostram as Contas Nacionais do IBGE, continua abaixo de 19% do PIB, bem distante da média de 27% do PIB dos países emergentes e em desenvolvimento nos quatro últimos anos (tal grupo inclui o Brasil e mais 141 países - veja o World Economic Outlook, FMI, 2008).

Isto significa que parte do déficit nas contas correntes tem sido utilizada para elevação de consumo (seja privado ou do governo), o que não é um sinal positivo. Isto porque, não sendo direcionados a investimentos, tais recursos não estão sendo canalizados para a geração de produção e renda suficiente que pague a majoração da elevação do passivo externo líquido daí decorrente (cujo montante se iguala à elevação do déficit em conta corrente).

A teoria econômica prevê que um país experimentando choques positivos e temporários nos termos de troca, como ocorre atualmente com o Brasil, deveria apresentar saldos positivos significativos nas contas correntes com o exterior. Trata-se do velho princípio que tempos de bonança devem ser usados para compensar adversidades.

Tome-se, por exemplo, o grupo de países emergentes ao qual nos referimos acima. Seus termos de troca (preço das exportações sobre preço das importações) cresceram mais de 20% entre 2003 e 2007. Como prevê a teoria econômica, o saldo deste grupo de países em conta corrente, projetado para 2008, é cerca de 20% superior àquele de 2006. No Brasil, entretanto, a trajetória tem sido oposta. Os termos de troca melhoraram, mas o saldo de 2008, negativo, será bem inferior ao do período 2003-2006, que foi francamente positivo.

Relativamente ao caso brasileiro, a deterioração do saldo em conta corrente quando da permanência de choques positivos nas relações de troca (além dos choques positivos representados pelas descobertas de novas reservas de petróleo) pode ter como explicação um governo que desconte o futuro a uma taxa superior à taxa utilizada pelos agentes econômicos (ou seja, que preze menos o futuro longínquo). Daí conclui-se o seguinte: ou no Brasil espera-se que a elevação das relações de troca com o exterior seja permanente ou se mantenha por um período muitíssimo elevado; ou a política macroeconômica está seguindo uma trajetória míope. Por trajetória míope entenda-se uma trajetória em dissonância com o que seria o ótimo do ponto de vista de um planejador central que defendesse interesses intertemporais da sociedade como um todo.

Tal miopia, se existente, se caracterizaria por uma política fiscal em dissonância com as metas desejadas de inflação. Como elevação de despesas com orçamento equilibrado (nominal, não apenas primário) eleva a demanda interna, a contrapartida para o controle da inflação passa ser a elevação da oferta de bens e serviços providos pelo exterior, o que ocorre à custa de um déficit nas contas correntes e de uma conseqüente elevação do passivo externo líquido do país. O instrumento usual para tal fim, em uma economia com câmbio flexível, tem sido a elevação dos juros e a conseqüente valorização da moeda nacional, reduzindo as exportações e elevando as importações. Evidentemente, a solução tanto para o problema da inflação quanto da ameaça aos setores tradicionais de exportação estaria na política fiscal, e não na monetária.

Cabe comentar, adicionalmente, a elevação recente do déficit da conta de rendas (barras na cor lilás). Primeiro, porque isto mostra a importância de se considerarem medidas de endividamento externo alternativas à dívida externa líquida (no caso, o passivo externo líquido, que é a medida que mais diretamente se correlaciona com o déficit na conta de rendas). Segundo, porque enquanto o saldo comercial e a conta de serviços costumam responder forte e rapidamente a reduções da atividade econômica e a desvalorizações da taxa de câmbio (elevações do preço do dólar em reais), o comportamento é diferente no que diz respeito à conta de rendas.

Tal conta pode se expressar, de forma bastante simplificada, por uma taxa média de remuneração do capital incidindo sobre o passivo externo líquido do país. Tal taxa pode variar em função do nível de atividade econômica, mas desprezaremos este fato aqui.

Analisemos o comportamento da conta de rendas frente a uma elevação do preço do dólar. Neste caso, é preciso distinguir a parcela do passivo externo denominada em moeda doméstica, relativamente àquela parcela já denominada em dólar.

No caso do passivo denominado em dólar, desvalorizações cambiais elevam o esforço doméstico (em reais) para se obter a mesma remessa em moeda estrangeira ao exterior, mas este último montante não responde diretamente à desvalorização. Neste particular, a conta de rendas relativa ao passivo externo denominado em moeda estrangeira difere tanto do saldo da balança comercial quanto do déficit de serviços. Sua controlabilidade por recessões ou por desvalorizações é muito mais limitada.

No caso da conta de rendas que decorre de remuneração à parcela do passivo externo denominada em reais, entretanto, isto não mais ocorre. Há maior controlabilidade pela desvalorização cambial. Aqui, desvalorizações do real reduzem o valor do principal em dólares. Assumindo-se que a taxa média de remuneração deste capital não se altere com a desvalorização (o que é questionável) reduzem-se as transferências presentes e futuras de rendas.

Isto posto, cabe indagar, no total do passivo externo líquido da economia nacional, o montante que se denomina em moeda doméstica. Nosso último artigo, publicado na Conjuntura Econômica de Junho do corrente ano, faz menção a um passivo externo líquido (calculado de acordo com a posição internacional de investimentos divulgada pelo Banco Central do Brasil) de 543 bilhões em Setembro de 2007. Neste mesmo ponto do tempo o passivo externo bruto foi de U\$ 885 bilhões, dos quais aproximadamente 58% (U\$ 513 bilhões) se determinavam em moeda doméstica (o que inclui o estoque de investimentos diretos, os investimentos em ações no país, bônus e notas no país, derivativos e moeda e depósitos).

A título de exemplo, suponha o caso limite de uma elevação abrupta do preço do dólar, digamos, de R\$ 1,60 para o valor hipotético de R\$ 2,50. Sem levarem-se em consideração os efeitos da desvalorização sobre as contas de ativo, bem como antecipações na conversão de moedas ao longo do processo de desvalorização (o que fatalmente ocorreria), tal fato implicaria uma queda do valor em dólares do passivo externo bruto denominado em reais da ordem da ordem de U\$ 115 bilhões. Tal montante equivale hoje em dia a algo em torno de 36% do valor do passivo externo bruto nacional. Na prática tal queda seria menor, tendo em vista que uma parte da conversão se daria ao longo (e não após) a desvalorização cambial.

A despeito do fato positivo de boa parte de nosso passivo externo se denominar em moeda doméstica, é preocupante a trajetória atual das contas externas. **Não é boa idéia defender-se elevação do déficit em conta corrente em uma sociedade que ainda não tem condições suficientemente propícias ao investimento.** A consequência acaba sendo a majoração de consumo. Quem acaba por pagar a conta são os mais jovens, que ainda não têm nem ciência do fato nem poder de veto e de voto. Estes poderiam se

apropriar muito mais da excelente fase pela qual passa o Brasil, no que diz respeito a choques positivos de oferta, do que provavelmente o farão.

Rubens Penha Cysne é Professor da EPGE/FGV